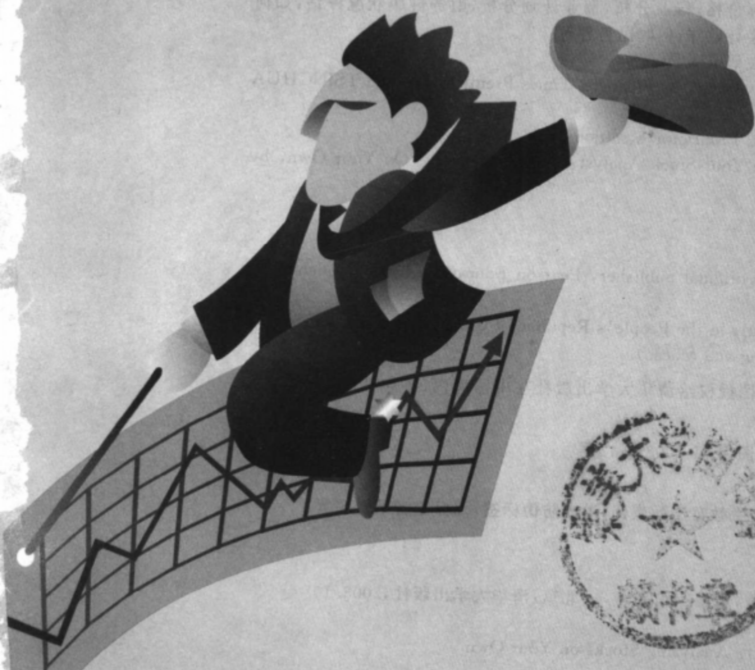
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《金融时报》主题系列

FT Prentice Hall
FINANCIAL TIMES

炒掉你的股票分析师



[美] 哈瑞·多麦什 著
金马工作室 译


B1280477

清华大学出版社
北 京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内容简介

你或许读过许多投资方面的书，但书里美妙的概念和策略却让你感到束手无策，因为它们并未告诉你如何把这些精彩的主张付诸实施。本书重点描述了按部就班地寻找、研究和估价候选股的两种实用策略，一种适用于成长股投资者，一种适用于价值型股票投资者。这实际上是两种相似的策略，但两种分析过程却截然不同。当价值型投资者抛售时，成长股投资者却在买进。因此，价值型和成长型股票投资者不大可能同时持有相同的股票。但尽管两种策略不尽相同，它们使用的却是同一套分析工具。

书中所描述的策略应用了新的方式方法，其中包括：如何衡量持有一只特定股票的风险，解析分析师，股票的估值，如何设定目标价格，行业分析，商业计划分析，财务健康状况评估，如何利用销售预期，分析盈利能力，发现会计欺诈，何时抛售等等。

本书适合广大股票投资者及有关研究人员。

Simplified Chinese edition copyright © 2003 by Financial Times Prentice Hall and TSINGHUA UNIVERSITY PRESS.

Original English language title fovom Proprietor's edition of th work.

Original English language title: Fire Your Stock Analyst: Analyzing Stocks On Your Own, by Harry Domash, Copyright © 2003

ISBN: 0-13-035332-9

All Rights Reserved.

Published by arrangement with the original publisher, Pearson Educaton, Inc., publishing as Pearson Education.

This edition is authorized for sale only in the People's Republic of China (excluding the Special Administrative Region of Hong Kong and Macao).

本书中文简体翻译版由培生教育集团授权给清华大学出版社在中国境内(不包括中国香港、澳门特别行政区)出版发行。

北京市版权局著作权合同登记号　图字 01-2003-3442 号

版权所有，翻印必究。

本书封面贴有 Pearson Education(培生教育出版集团)激光防伪标签，无标签者不得销售。

图书在版编目(CIP)数据

炒掉你的股票分析师/(美)多麦什著；金马工作室译．—北京：清华大学出版社，2003.10

《金融时报》主题系列

书名原文：Fire Your Stock Analyst: Analyzing Stocks on Your Own

ISBN 7-302-07220-5

Ⅰ.炒…　Ⅱ.①多…　②金…　Ⅲ.股票—证券投资—分析　Ⅳ.F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 080273 号

出 版 者：清华大学出版社　　　地　址：北京清华大学学研大厦

http://www.tup.com.cn　　　邮　编：100084

社 总 机：010-62770175　　　客户服务：010-62776969

责任编辑：徐学军

封面设计：钱　诚

印 刷 者：北京四季青印刷厂

装 订 者：人民文学印刷厂

发 行 者：新华书店总店北京发行所＼清华大学出版社出版发行

开　本：185×230　印张：18.75　字数：326 千字

版　次：2003 年 10 月第 1 版　2003 年 10 月第 1 次印刷

书　号：ISBN 7-302-07220-5/F·620

印　数：1～5000

定　价：38.00 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前　言

并非所有能够计算出来的东西都有价值，也并非所有有价值的东西都能够计算出来。

——爱因斯坦

这是一本关于股票分析的书。

对我来说，撰写这本书的过程构成了一次重大的教育经历。开始的时候，我自以为对这个课题有些了解。毕竟我一直在教授这门课并从事这方面的写作，且实际操作也有多年了。

我已翻阅过数十本由知名或不知名专家编写的投资入门书，并对他们教授的方法进行了研究。对于过去如果采纳他们策略可能会有怎样的结果，我小心翼翼地做了研究。在他们工作的基础上，我总结出自己的策略并进行了检验。

在研究这本书的过程中，我走访了 15 位专业投资经理和市场分析师。在我开始写这本书时还从未见过他们。我找到这些人士，是因为他们中的一些人经营着超一流的共同基金，有着稳健的长期领先市场的业绩记录；另外一些人是采用创新策略进行操作的市场分析师或私家投资经理，而这些策略是我以前从其他专业人士那里听说过，或者是从这些人自己的著述中得知的。我联系的人士中，大约有一半欣然表示愿意和我谈谈。

实际上，我可能误导了他们。他们当时大概认为我写的书会像有一类书那样，每章专为一位专家写个小型传记，在讲述他们投资策略的同时介绍他们的童年、工作风格以及办公环境。

但我并没有那么做。我们的交谈只集中在三个方面：(1) 他们如何确定要投资的股票；(2) 如何对这些股票进行分析；(3) 如何确定抛售时机。

以前我访问过一些投资经理，但不是这个层次的人物，情况也与这次不同。那是一次在职的学习经历，访问第一对夫妇时就搞得一团糟，问错了问题，但过了一会儿，我终于开窍了。

采访投资经理与读他们写的书或听他们讲话截然不同。对新手来说，如果你已读过他们的著作，或听到过对他们策略的描述，就不必一定把事实再重复一遍了，你可以直接切入细节，问诸如此类的问题：你对高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

估价值是如何定义的？你如何鉴定良好的经营管理状况？如何确切指出一个行业中实力最强的公司？你认为什么是抛盘的信号？

这些谈话常常把我引向出乎意料的方向。比如，在 Nicholas Gerber 逐渐让波特（Porter）的五力模式（Five Forces Model）引起我的注意之前，我对它还一无所知（当 Ken Shea 一周左右之后提起它时，我的反应看起来好像这已是老一套了）。波特的模式激发了我对商业计划评估策略的灵感，从而造就了本书中的第五个分析工具。其中一些采访把我引向了我一向认为同样有趣的学术研究。我就是这样发现了芝加哥商学院（Chicago Business School）教授 Joseph Piotroski 的工作的。本书第十章讲述的财政健康状况检验灵感就来自他的研究。

或许我最大的惊喜在于价值投资方面，而我过去从未认识到这一点。我读过那些通过堆砌数据来证明低本益比股票表现强于热门股的书籍，但对我来说这一规律从未奏效。在我买进了这些不中用的股票之后，它们的本益比就直线下降。在采访了一些投资经理后，我发现他们的做法的确与我读到的关于价值投资的文章大相径庭，这让我很受触动。他们不买入低本益比的股票，而是买入那些暴跌的大公司股票！这两种投资策略真是有着天壤之别。

这些市场专家和研究人员与我友好分享的大量信息，为本书内容打下了基础。但我这个不领情的人，却没有分别描述他们每个人的策略，从而给他们以应得的认可。我对这些信息加以提炼并合并成了一些分析工具和策略，这本书由此而成。

谁该读这本书

这不是那类教你如何一夜暴富的书，书中没有透露什么神奇的公式。我这本书是写给这样的人，他们懂得，要在股市赚钱，需要做的不仅是进行一次筛选或收看 CNBC 电视频道。我的书是写给那些愿意投入必要的时间和精力，找到并研究有利可图股票的投资者。

书里有些什么

我读过许多投资方面的书，书中精彩的思想和策略却让我束手无策，因为这些书并未告诉我如何把这些主张付诸实施。本书描述了按部就班地寻找、研究和估价候选股的实用策略。同样重要的是，它还告诉你该在何时抛售。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我讲述了两种策略，一种适用于成长股投资者，一种适用于价值型股票投资者。一些专家指出，这实际上是两种相似的策略。的确，投资者可以买到价值被低估的成长股，但两种分析过程却截然不同。当价值型投资者抛售时，成长股投资者却在买进。因此，价值型和成长型股票投资者不大可能同时持有相同的股票。但尽管两种策略不尽相同，它们却源自同一套分析工具。

本书有何与众不同之处?

本书不是传统观点和类似策略的改头换面。书中所描述的策略应用了任何人在互联网上都唾手可得的信息，但却以新的方式加以应用，包括内容如下：

如何估算一只特定股票的风险

过去，投资者确定持有一只股票的风险大多依据该股过去的股价表现。但最终，股票是随公司业绩前景而波动的。股价走势图向你讲述它的历史；对基本面进行分析能有助于你预见未来。你将发现如何利用这些基本面评估每只特定股票的风险。

解析分析师数据

最近发生的一些事件表明，你不能依赖分析师的推荐在股市上赚钱，然而分析师的评级和预期中仍有许多可以学习的东西。

股票的估值告诉你什么

了解股票估值中隐含的意义，可以向你提供不少关于该股回报与风险方面的信息。

如何设定目标价格

专业人士一直在从事这项工作，但从来没有人教过你。

行业分析

你的候选股是否选择了值得从事的行业？如果是，你又是否胜券在握了呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商业计划分析

你的候选股是更类似于沃尔玛(Wal-Mart)还是 Kmart 呢？对公司的商业计划加以分析将有助于你找到答案。

财务健康状况评估

破产对股东来说是个坏消息，但从没有人告诉过你如何查明你购买的股票是否面临破产。

如何利用销售预期

最近，公众刚刚能够取得分析师的一致销售预期了。本书会告诉你如何利用它来鉴定哪些公司在公布业绩时可能达不到预期。

赢利能力分析

赢利能力不仅仅指每股收益。本书将告诉你如何弄清你的候选股是否在赢利。

发现会计欺诈

一些公司高层人士为达到业绩预期会不择手段。本书将会告诉你如何发现他们是否为此在账目上做了手脚。

何时抛售

本书还提供了关于抛售时机的特定规则。当然，这还取决于你是成长型还是价值型投资者。

实例中的注释

大多数用来阐明所推荐分析策略的实例利用了特定历史时期可以获取的数据。然而，还有许多策略来自为撰写本书专门进行的采访和研究。最终，这些实例说明了当时本来可以怎样做，但当时我不一定是那样做的。

许多实例中，对财政年度截止日期不同的公司年度营运特征作了比较。为清楚起见，我在比较中使用了最接近的日历年度。例如，如果一家公司的财政年度截止日是 1999 年 11 月 30 日，另一家是 2000 年 1 月 31 日，我就将两家公司的日历年度都标记为 1999 年。因此，尽管从技术上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看显示的数字可能不够准确，但足以说明例子中的观点。

会计运算中的捷径

资产回报率等某些会计公式要求确定一年中的平均资产总额。然而，我使用了年末数据，因为这样你就可以直接从资产负债表中取得数据，而无须进行计算。不断使用这些捷径能够简化计算，并且不会对结果造成实质影响。

经常提及的网站

这些网站是应用本书所描述分析工具所必须的基本资源，其中大多数在整本书中都有应用，因此我先在这里给出它们的网址，以后就不再反复列出了。

除此以外，在个别分析策略中用到的其他网站会在提到时列出网址。

Free Edgar(www. freeedgar. com)：所有公司提交给证券交易委员会(简称 SEC)的报告都在 SEC 的 DEGAR 数据库(www. sec. gov)上公布，但大多数报告很冗长，难以找到特定信息。Free Edgar 和许多其他网站为大多数公司报告提供了内容列表，以便你找到要找的信息并下载特定章节，如管理层讨论、现金流量表等等。查看这些网站大多需要先成为订户，但 Free Edgar 正如它的名字那样，截至 2002 年 5 月仍是免费的。

Hoover's(www. hoovers. com)：这是个以容易理解的方式描述公司的良好信息源，而且最大的好处是，它会列出公司三个最主要竞争对手，而且往往非常准确。

Morningstar(www. morningstar. com)：Morningstar 中的财务报告栏让你免去了计算和追踪公司连续 12 个月营运现金流的麻烦，而营运现金流是受挫的烧钱公司分析(本书第十章)中必需的数据。Morningstar 的股票估值报告中列有公司过去 12 个月和过去 5 年的本益比、股价与销售收入之比、股价与账面值之比、股价与现金流之比，这些都是独一无二的。

MSN Money 上的 CNBC (money. msn. com)：这是我发现仅有的两个以友好界面格式提供详细财务报表的网站之一。MSN Money 的 10 年财务摘要报告是目标价格策略(本书第六章)的主要依据。该网站是我所见到的惟一列有利息、税项、折旧及摊销前利润(简称 EBITDA)的网站，而该项数据是评估公司财务实力(本书第十章)不可或缺的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Multex Investor(www.multexinvestor.com)：在我看来，这是了解财务报表的最佳信息源。Multex 的报表更新速度更快，内容更准确，并且提供的细节比我所见到的任何其他网站都多。Multex 强有力的比率比较报告，让你能够用公司的估价比率、表现指标和更多数据，与所属行业的总体状况和标准普尔 500 种股票指数中的所有公司进行比较。

雅虎(Yahoo)(quote.yahoo.com)：我最喜欢从雅虎上查看分析师的买进/卖出评级和预期，因为这是我所发现的惟一显示分析师销售收入预期的网站。雅虎的内部交易报告简单易懂，并且据我所知，是此类报告中惟一列出过去两年交易记录的。当你访问该网站时，单击“Roster”，就可看到所有内部交易者的名字，这项功能也是我在其他网站上未曾见过的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致　谢

我要感谢以下这些专家抽出时间和我分享他们的见解。本书中讲述的策略受到了他们言论和战术的启发。当你读这本书时，你会在每一章中读到他们的见解。我和这些专家的交流时间很长，每次谈话都能写成一章的篇幅，我在写作时进行了大量精简，根本无法完全涵盖他们的思想，只是从对话内容中精选出的一点而已。

约翰(John Buckingham)

Al Frank 资产管理公司
加利福尼亚州拉瓜那海滩

约翰是 Al Frank 资产管理公司的总裁兼首席投资经理，同时任通讯《精明投机者》(Prudent Speculator)的编辑。约翰遵循的是经典投资战略，喜欢投资于有长期历史数据记录而价值被低估的股票，并持有尽可能长的时间。约翰认为任何事物都呈周期性变化，并将价值型投资比喻成耕作，认为同样都是“春种秋收”。约翰将公司以往的业绩记录作为预测未来的依据，他偏爱银行账户里有充足现金、现金流大、债务低的公司，喜欢用价格/销售收入比率衡量股票价值。

吉姆(Jim Chanos)

Kynikos Associates
纽约

吉姆是有名的空头，还是 2001 年 1 月安然事件的最初揭发者。空头都热衷于基本面分析，吉姆在其中更是首屈一指。他将大部分精力用于分析资产负债表而不是损益表。他用资本支出与折旧支出进行比较，以了解公司是否在不断充实资产。他认为应收账款和(或)存货增长快于销售收入是危险的信号。吉姆认为非经常开支的频繁出现预示着管理水平低下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

米歇尔(Michelle Clayman)

New Amsterdam Partners
纽约

米歇尔创建了私家投资管理公司 New Amsterdam Partners 并负责公司的运营。她对定量分析有着强烈爱好，喜欢通过分析历史数据得出自己的分析标准。米歇尔将应收账款或存货增长高于销售收入视为危险的红色信号。她要求自己的候选股有良好的股权回报率。

吉姆·柯林斯(Jim Collins)

Insight 投资管理公司
加州沃尔纳特克里克

柯林斯经营着 Insight 投资管理公司并负责一流的投资通讯《OTC Insight》的编辑出版。

在初步确定候选股时，柯林斯使用定量筛选的方法对股价状况进行比较，之后从中选出基本面最强劲者。他强调，衡量增长的最佳指标是销售收入而不是收益。柯林斯关注股票走势图，尤其喜欢从强势的转弱中寻找卖出信号。他还将与公司以往股价相比的高估值视为红色信号。

大卫·爱德华兹(David Edwards)

Heron 投资管理公司
纽约

爱德华兹是私家投资管理公司 Heron 投资管理公司的总裁兼投资组合经理。作为一名成长型投资者，爱德华兹主要依赖基本面分析，但同时也用股票走势图作为买进卖出决策的辅助依据。爱德华兹注重在成长型的行业中挑选领先公司，本书中的分析工具四——行业分析中许多相关思路就是源自他的观点。爱德华兹注重用公司的历史比率数据确定股票估值，而不是将总体市场或行业作为主要参考。他还偏爱营运现金流和股权回报率强劲的公司。他认为，为了实现多样化，投资组合中至少应该包括 32 只股票，任何一个行业中的投资都不要超过 25%。他遵循着严格的卖出机制，本书中“何时抛出”部分的内容在很大程度上反映了他的观点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尼古拉斯(Nicholas Gerber)

Ameristock 基金
加州莫拉加

尼古拉斯是 Ameristock 基金的创始人和经理。最初，偏爱价值型投资的尼古拉斯是一名大型股投资者。他向我介绍了两个重要概念，一个是波特的五力模式(Porter Five Forces Model)，体现在分析工具五——业务计划分析中。另一概念是从股价推断隐含增长率，体现在分析工具二——估价中的隐含增长分析策略中。尼古拉斯还用股权回报率来衡量赢利能力，但同时用账面价值达到同样比率来把关。

路易斯·内夫莱尔(Louis Navellier)

Navellier Associates
内华达州里诺

内夫莱尔创立的公司以他的名字命名，出版几种通讯，管理着一些共同基金，他本人担任总裁。内夫莱尔选择股票时，首先进行一轮筛选，与市场波动状况进行比较，之后从中选择基本面最为强劲者。内夫莱尔将他的基本面分析建立在他的数据库电脑分析基础上，从而确定当前市场上选择股票的最佳衡量指标。他与我分享了自己的研究成果，这对本书中所讲述的策略的形成很有帮助。

保罗(Paul Rabbitt)

Rabbitt Analytics
加州赫莫萨比奇

保罗是股票分析公司 Rabbitt Analytics 公司的总裁，他用电算化的数据库给公司排名，并将入选的公司列为 Q 级(Q-Rank)。得分最高的 Q 级公司显示出强劲涨势，近期收益增长高于预期，涨势强劲且在日益增加。在我走访的市场专家中，保罗是惟一不将股权回报率作为挑选标准者。实际上保罗表示，他是最近才将 ROE 从挑选指标中去除的，因为觉得没有帮助。

彼得(Peter Schliemann)

Rutabaga 投资管理公司
马萨诸塞州波士顿

彼得建立了私家投资管理公司 Rutabaga 投资管理。作为一名价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

型投资经理，彼得在不显眼的行业中挑选处境艰难、受人冷落的公司。他坚信要与主流观点背道而驰，选择那些利润率低于一般水平的公司。他将资本回报率作为衡量能力的主要指标，选择 ROC 和资本成本之间差距最大的公司。彼得寻找现金流为正的公司，避免买进通过收购实现增长的公司股票。他喜欢看到内部人士将自己的钱投资于公司股票，他很看好这样的公司。保罗用股票与以往记录进行比较，以判断股票价值被高估还是被低估了。他尤其喜爱预期值低的股票，也就是机构持股比率低，对其评级的分析师少，评为买进的更少。他将应收账款增加、坏账准备上升、现金流下降和借款增加视为卖出信号。

苏珊(Susan Schottenfeld)

TCW 资产管理公司
加州洛杉矶

苏珊是 TCW Galileo Value Opportunities 基金的联合投资经理，她向我介绍了“从下一轮的波谷中看出波峰”的思路，这是价值型投资之本，至少我在写这本书时是这样理解的。苏珊以正常化后的收益为基础，寻找那些处于历史 P/E 区间低端的公司。她试图了解公司与两年前是否有所不同，也就是说，问题是否是暂时性的？她为买入股票而寻找催化剂，如起用新的管理层，更好地运用生产能力，整顿不良子公司等等。她在公司股票达到公平价值时卖出，在注意到应收账款、存货，或应付账款大量增加时也是一样。如果公司竞争对手面临困境或者发现内部人士大量抛售，也要卖出。

肯(Ken Shea)

标准普尔(Standard & Poor's)
纽约

肯是标准普尔负责证券研究的部门主任。以成长为投资导向的肯，认为在投资时要针对公司在周期中所处的阶段而采用不同的法则。比如，尽管他相信自由现金流很重要，但并不将这项要求用于快速增长的股票。肯还认为，了解候选股的业务模式十分重要。他将管理层素质视为一项重要因素，对通过收购实现增长的公司持谨慎态度。他寻找利润率低而存在改善空间的公司，认为收入增长放缓和非经常性支出过高都是危险的信号。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

南希(Nancy Tengler)

Fremont 基金
加州旧金山

南希是 Fremont 投资顾问公司的总裁兼首席执行官，也是 Fremont 旗下 New Era Value 基金的联合投资组合经理。尽管是一名价值型投资经理，南希却对借鉴一些成长型投资经验并不排斥。比如，她青睐分析师关注的股票和营运利润率强劲的股票。南希偏爱的估价比率是价格/销售收入之比，但不是该比率本身，而是与标准普尔的价格/销售收入比率的比较。她用相对价格/销售收入比率与历史数值进行比较，并将其作为买进/卖出的首要信号。南希追踪公司的资本支出，以确保公司资产在不断更新。她说：“当价值型投资者卖出时，他们是卖给了成长型投资者。”尽管这话是在不经意间说出的，却极大地加深了我对价值型和成长型投资之间关系的认识。

约翰·汤普森(John C. Thompson)

Thompson Plumb
威斯康星州麦迪逊

汤普森是 Thompson Plumb 成长基金的联合经营人。他将成长型和价值型投资策略糅合在一起，认为每家公司都会在有些年度业绩好于其他公司，他寻找的是当前增长率较历史水平缓慢的公司。他向我介绍了收益杠杆的概念，即在收益接近盈亏平衡点时，收入小幅增长就能使利润有大幅上升。

汤普森寻找现金充足、没有债务负担的公司。他十分相信自由现金流的作用，但认为现金流和 EBITDA 一样，其中不应包括营运资本支出。汤普森还认为了解公司业务模式非常重要。

汤普森(Thatcher Thompson)

美林(Merrill Lynch)
纽约

汤普森是美林公司分析师。他认为重要的因素有：收入的可预期程度、公司在竞争中的处境、销售和收益增长、利润率、现金流与净利润以及债务状况。他眼中的红色信号包括：收益低于预期和(或)下调预期参考数据、首席财务官离职，通过收购实现增长而同时利润率下降或现金流下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

降的同时应收账款增加。

杰拉尔丁·魏斯(Geraldine Weiss)

Investment Quality Trends
加州拉霍亚

魏斯的通讯《投资质量趋势》(Investment Quality Trends)已发行了30多年。她的策略以追踪蓝筹股股息收益率为核心。该方法行之有效，因此Quicken.com将其用于该网站的"单击记分卡"(One-Click Scorecard)上。我对Quicken的四种记分卡选股模式进行了追踪，魏斯的方法毫无疑问是最理想的。在我们的交谈中，魏斯强调了机构强劲支持的重要性。如果我的记录没有出错的话，她说过："永远别嫌机构持股太多。"

学术研究致谢

下面我对本书在写作过程中所参考学术研究文献中的思想做一简要回顾：

- "收益质量和股票回报：从自然增长中寻找证据"——Konan Chan，Louis K. C. Chan，Narasimhan Jegadeesh 和 Josef Lakonishok 2001年1月的工作底稿。

自然增长源自存货和应收账款的增加，同时源自应付账款的减少。研究表明，收益增长伴随着自然增长大幅上升的公司，在高自然增长后三年的业绩不如过去三年。研究发现，存货的变化是预期未来回报率的最重要自然增长因素。研究中还指出，由于自然增长伴随着现金流的下降，这种自然增长通过比较现金流和收益就能察觉。也就是说，收益增长了，但现金流则不然。

- "价值型投资：利用以往财务报表上的信息分出胜负。"——《会计研究期刊》(Journal of Accounting Research)，作者约瑟夫(Joseph D. Piotroski)，2000年第38期增刊。

约瑟夫发现，用财务报表中的数据进行简单财务健康状况检验，可有效剔除弱势股，显著提高价值型投资组合的质量。

- "收益要超出预期，收益预期要增加，股票投资要有回报，不要让一次收益触礁毁了你投资组合的整条船。"——道格拉斯(Douglas J. Skinner)和理查德(Richard G. Sloan)，2001年4月的工作底稿。

研究发现，成长股对收益未达预期做出的反应比价值型股票消极得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多。作者认为“股市投资者看重的是令人失望的业绩本身而不是与预期差距的大小。当利好的收益消息传出时，对成长股的促进大于对价值股，但当成长股业绩令人失望时，成长股较价值股下降的幅度远远超过在有利消息时的涨幅”。

- “分析师预期对价格走势提示的特征。”——格利森(Cristi A. Gleason)和查尔斯．李(Charles M. C. Lee)2000年9月23日的工作底稿。

研究表明，分析师调整过预期的股票走势会随着调整内容而变化，但在预期向上调整时，只有当修正后的预期同时高于一致预期的情况下才符合这一规律。研究还发现反过来也会产生同样的效应，即如果修正后的预期低于一致预期，预期下调也会导致股价下跌。文章中还写道：“相对来讲，调整的幅度大小则不那么重要。”

- “现金流才是首要的考虑因素：纠正投资者认识上的误区。”——托德(Todd Houge)和提姆(Tim Loughran)，《心理学与金融市场研究》(Journal of Psychology and Financial Markets)，2000年第3和第4期。

研究发现，现金流大的公司表现远远好于现金流小的公司。

特别致谢

我要感谢标准普尔的 Institutional Market Services 子公司，特别是投资产品部门主任 J. P. Tremblay 和分析师杰罗姆(Jerome Blanchette)为我提供标准普尔 COMPUSTAT 数据库中的历史数据。标准普尔的数据大大简化了我的分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　　录

第一部分　起　　步

第一章　分析过程 …… 3
找出候选股 …… 3
分析股票 …… 3
快速预选 …… 4
详细分析 …… 6
何时抛出 …… 8
小结 …… 9

第二章　风险评估 …… 10
市场评估 …… 11
市场走势 …… 13
在疲软的市场中找出强劲增长的行业 …… 14
公司特有的风险 …… 15
今后几章中描述的公司特有的风险 …… 17
小结 …… 18

第三章　筛选 …… 19
利用 Quicken 对成长股进行筛选 …… 20
利用 Quicken 筛选价值型股票 …… 23
用“MSN Money”寻找陷于困境的价值型股票 …… 25
用 Multex Investor 筛选“防弹股” …… 28
预先设定的筛选 …… 30
小结 …… 31

第二部分　分析工具

第四章　分析工具一：分析师数据解析 …… 35
揭开分析师的面纱 …… 35
分析师的评级 …… 36

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"卖出"是句禁忌语 …… 36
一致评级 …… 37
评为强烈建议买进的股票一定比评为卖出的更好吗？ …… 39
分析师的数量 …… 40
信心指数 …… 42
分析师的预期 …… 43
每股收益预期的趋势 …… 45
收益高于或低于预期 …… 48
销售收入预期 …… 49
公正披露的监管原则 …… 50
研究报告 …… 51
小结 …… 51

第五章 分析工具二：估价 …… 52
隐含增长 …… 53
以合理价格实现增长 …… 56
派息 …… 60
小结 …… 60

第六章 分析工具三：确立目标价格 …… 61
计算过程 …… 61
思科系统 …… 68
小结 …… 72

第七章 分析工具四：行业分析 …… 73
业务 …… 73
行业增长前景 …… 74
行业集中度 …… 76
在新兴的分散市场中选择优胜者 …… 77
行业信息 …… 82
小结 …… 82

第八章 分析工具五：业务计划分析 …… 83
导言 …… 83
被过分渲染的竞争优势 …… 90

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业务计划记分卡 …… 91
小结 …… 91

第九章 分析工具六:管理层素质…… 93
重要高层人士和董事会成员素质 …… 93
账目明晰 …… 94
收益增长的稳定性 …… 95
高层持股状况 …… 96
小结 …… 97

第十章 分析工具七:财务健康状况分析…… 98
财务健康状况 …… 98
查出面临财务困境的公司 …… 99
简化问题 …… 99
低负债 …… 99
发现受挫的烧钱公司…… 101
财务健康状况详细分析…… 106
债券评级…… 119
用债券风险溢价识别有风险的债务公司…… 122
小结…… 126

第十一章 分析工具八:赢利能力分析 …… 128
收益来自何处? …… 128
分析历史销售收入…… 131
利润率分析…… 134
毛利润率…… 135
营运利润率…… 135
净利润率…… 136
利润率的比较…… 136
毛利润率…… 136
营运利润率…… 138
利润率分析…… 140
高利润率与低利润率…… 141
一般管理费用分析…… 142
赢利能力比率…… 143

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

边际资产回报率 …… 150
现金流分析 …… 151
EBITDA 与营运现金流 …… 156
自由 EBITDA …… 158
小结 …… 159

第十二章 分析工具九:察觉预警信号 …… 160
销售增长趋势 …… 161
应收账款和存货 …… 165
现金流量表 …… 171
养老金计划中的收益 …… 173
黄色信号 …… 174
小结 …… 176

第十三章 分析工具十:机构投资者持股比率 …… 178
机构投资者 …… 178
内部人士持股状况 …… 179
小结 …… 182

第十四章 分析工具十一:股价走势图 …… 183
趋势 …… 183
移动平均价格 …… 184
避免在下行时买进 …… 185
风险区 …… 186
图表类型 …… 187
成交量 …… 188
小结 …… 188

第三部分 分析过程

第十五章 快速预选 …… 191
公司概览 …… 191
速览报告 …… 192
估价比率 …… 193
要闻报告 …… 195
比率比较 …… 196

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

检查粥里的老鼠…… 197
小结…… 198

第十六章 价值型投资的分析过程…… 199
周期…… 200
正常化…… 200
价值型分析过程…… 200
步骤 1:解析分析师的评级和预期 …… 201
步骤 2:估价 …… 203
步骤 3:目标价格区间 …… 205
步骤 4:行业分析 …… 209
步骤 5:业务计划分析 …… 210
步骤 6:管理层素质 …… 212
步骤 7:财务健康状况 …… 213
步骤 8:赢利能力分析 …… 214
步骤 9:红色信号 …… 216
步骤 10:持股状况 …… 217
步骤 11:价格走势图 …… 217
何时抛出…… 218
小结…… 219

第十七章 成长股投资的分析过程…… 220
成长型候选股…… 220
分析过程…… 221
步骤 1:解析分析师的评级和预期 …… 222
步骤 2:估价 …… 225
步骤 3:目标价格区间 …… 227
步骤 4:行业分析 …… 230
步骤 5:业务计划分析 …… 232
步骤 6:管理层素质 …… 233
步骤 7:财务健康状况 …… 234
步骤 8:赢利能力 …… 236
步骤 9:红色信号 …… 239
步骤 10:机构和内部人士持股状况 …… 243
步骤 11:股价走势图 …… 244

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小结…… 244
何时抛出…… 244
小结…… 246

第四部分 更多分析工具

第十八章 收益报告和电话会议…… 249
已公布的收益…… 249
小结…… 251

第十九章 察觉欺诈及先炒高再抛售的伎俩…… 252
送上门的机会…… 252
小本经营…… 253
吹嘘收效良好…… 253
迅速察觉…… 254
小结…… 255

附录 A 如何解读财务报表…… 256
损益表…… 256
资产负债表…… 257
现金流量表…… 258
找到数据…… 260
预估与 GAAP …… 261

附录 B 记分卡…… 262
价值股投资分析记分卡…… 262
小结…… 264
成长股投资分析记分卡…… 264
小结…… 267

附录 C 术语解释…… 273

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一部分

起步

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章 分析过程

专家告诉我们，要想取得投资的成功，需要对潜在投资进行训练有素的寻找、研究和分析。本章描述的就是这样一种方法，并将在后面的章节里进行详细讲述。该方法以许多在市场上取胜的投资经理所遵从的正确原则为基础。它当然并非惟一途径，也不一定是最佳途径，但它是一个起点，从这里起步，你会成为一个更加出色的投资者。当你掌握了这些策略之后，就能自行调整，让其适应自己的需要了。

这一过程包括找出候选股，淘汰掉显然不适合投资的，对其余的进行研究和分析，筛选出最佳候选股。同样重要的是，还要应用一套清晰的抛售法则。

找出候选股

找到用来分析的股票简单得就如同去趟美发厅，与邻居聊天，选购一本杂志，在网上冲浪，或者是打开电视机。你会感到并不缺少技巧，而且一旦对自己的分析技能获得了信心，还会如获至宝，因为你就能够利用这些技巧迅速摈弃不利的候选股了。

随着经验的提升，你就找到识别强劲候选股的感觉了，并会发现，自己从筛选法中获得的好处与日俱增。筛选法的含义就是在整个市场中筛选出符合你要求的股票。这是一种强有力的工具，但为了有效使用它，你必须首先了解如何鉴别最佳候选股。培养这种能力是需要时间的，同时我在本书第三章中也提供了几个筛选的例子来使新手入门。

利用你将学到的技巧，把所有信息加以充分利用，无论这些信息来自你自己的筛选，还是来自朋友，来自电视上出现的专家，甚至于是来自沃伦·巴菲特(Warren Buffett)。

分析股票

记住 COSC：

把精力集中于最强劲的候选股(简称 COSC)

我们的分析技巧遵循适者生存的法则，你须不断淘汰最弱的角逐者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你一开始就从一大群候选股票中筛选，这些技巧将发挥最佳作用。比如说，从 10 只～20 只而不是仅仅从几只股票中筛选。对股票进行研究需要花费时间和精力，以便在发现弱者时立即将其淘汰。这样，你就能把注意力集中在最强劲的候选股上。淘汰时要毫不留情，我们没有理由把时间浪费在研究愚蠢的选择上。

快速预选

利用快速预选法识别出显然不合适的股票。这些股票可能是对任何投资者都不利的；或许这些公司的业务更多是建立在吹嘘而并非事实的基础上，销售额或利润寥寥或分文没有；或许这些股票只是不符合你的投资风格，比如，它们是价值型股票，而你是成长股投资者。

利用快速预选法进行检验：

- 公司和行业概览。找出一些关于公司业务及其行业的资料。该公司或许处于你青睐或希望避开的行业中。例如，在利率下降时，住宅建筑业往往兴旺发达，在利率上升时期则处于不利境地。因此，你对未来利率走势的预测将影响你对住宅建筑商的态度。
- 市值。市值说明了一家公司的价值总额（股价乘以股票数量）。最大的公司被称为大型股，以此类推，较小的公司分别被称做中型股、小型股和微型股。市值没有好坏之分，但就潜在的风险和回报而言，每种规模各有利弊。一般来说，人们认为较大的公司更为安全可靠，较小的公司增长潜力更大。然而，这种一般性也是随市场行情的转变而变化的。

你可以认为某种规模的公司最符合你的需要，或者相反，你对所有类型兼收并蓄。无论你作何种选择，在这一步中都要淘汰那些不符合你需要的股票。

- 估值比率。估值比率如本益比（P/E）或价格与销售额之比（P/S）体现了市场参与者对候选股的收益增长前景的态度。估值高则反映出股票受青睐，即人们预计这些股票将有强劲增长，因而吸引了成长股投资者。相反，价值型股票投资者寻找估值比率低的股票，估值比率低表明大多数市场人士（成长股投资者）不看好这些股票。

任何一只特定的候选股，要么适合成长型投资者，要么适合价值型投资者，但不会同时符合这两种投资者的口味。估值比率让你能对手中的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票属于哪类一目了然。

- 成交量。成交量是每日股票交易的平均数量。成交量低的股票意味着麻烦，因为这些股票价格容易受到操纵，且共同基金也不会买入这样的股票。如果成交量很低，你就可以将股票淘汰了。
- 流通量。重要的高层人士和董事会成员等公司内部人士买卖公司股票的时间和频率要受到限制。因此，内部人士持有的股票被认为是不能参与交易的。流通量是指不在内部人士手中持有的、可用于日常交易的已发行股数量。

怎样的流通量可以被接受取决于你的投资风格。大型公司股票流通量通常从数亿股到数十亿股不等。然而，一些投资者寻找股票流通量低得多的公司，这些公司流通量通常在 2 500 万股以下。由于体现了交易股票的供应量，流通量较低意味着如果公司爆出好消息，股票就会供不应求，股价就很容易飙升。

- 现金流。收益报告反映了种种会计决策，而现金流是在公司运营中实际流入或流出公司账户的现金。因此，它是衡量利润的最佳指标。

除增长最快的公司之外，具有生存能力的成长型候选公司公布的现金流应为正值。本书会告诉你成长股投资者何时应注意淘汰烧钱公司。另一方面，具有生存能力的价值型候选股，可能因面临种种困难而失宠，宣布现金流为负值。

- 历史销售收入和利润增长。无论你寻找失宠的价值型股票，还是炙手可热的成长股，你的最佳选择都是那些拥有长期稳健销售收入和利润增长记录的公司。这样，你将把那些不能达到基本要求的股票拒之门外。
- 警惕爆出的不利消息。如果一家公司的主要产品刚刚被竞争对手打败，就没必要在该公司股票上浪费时间了。要迅速查看候选股的相关消息。如果成长股出现不利消息，就应将该股剔除；而对价值股就不同了，不利消息是唤醒市场对该股认识的重要信息之一，也是使其成其为价值型候选股的原因。

在这个迅速预选的过程中，你将排除许多对你不利的选择。一旦掌握这些方法，其中许多步骤就能在不到 5 分钟的时间内完成。之后，请带着筛选出来的候选股进入详细分析阶段。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

详细分析

COSC(集中精力专攻强势股)分析法的过程将在本书第十六和第十七章中加以详细叙述。尽管描述了两种截然不同的选择策略,但应用的都同样是第二部分中详细讲解的分析工具。

COSC 分析法的过程由 11 个步骤构成,每一步使用一种相应的分析工具。例如,步骤七中包括了对竞争对手财务健康状况的分析,并且使用了分析工具七——财务实力分析。讲解分析工具的章节描述了按部就班实施每项分析的过程,而"成长股的 COSC"和"价值股的 COSC"则描述了如何将这些结果应用到不同的投资风格中。

显然,你需要熟悉适当的分析工具,才能采取相应的分析步骤。

如果候选股不符合某一步骤中的要求,就将其淘汰。比如,如果一只股票达不到第一步的要求,就不要将其带入第二步了。

步骤 1:解析分析师的数据

市场分析师受雇于经纪公司及其他企业,负责对公开上市公司进行估价和评级。刚开始进行详细分析时,你要观察市场分析师的买进/卖出建议及收益收入预期,以弄清市场对你的候选股热情有多高。最佳的价值型候选股是那些分析师不喜欢的股票。相反,成长股投资者需要看到,市场对他们的候选股有些热情,但不要热情过高。本书第四章讲述的信心指数,就是衡量分析师热情时十分有用的指标。

步骤 2:估价

如果你已知道一家公司每年不得不维持 75%的增长,而目的只在于支持当前的股价,你还会买它吗?在这一步中,你将利用候选股当前股价确定公司的隐含收益增长。这将有助于衡量该股是否具备足够的上涨潜力,是否值得进一步研究。

步骤 3:确立目标价格

对目前还不符合要求的股票,许多价值型股票投资者买进和卖出以目标价格为准。比如,一只股票可能是具吸引力的候选股,但当前股价过高,无法提供所需的利润保证。因此,价值型投资者会等待该股达到预先设定的目标价格之后再买入。买入之后,又会在达到预先设定的抛售目标价格时抛出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管设定买进卖出目标价格是价值投资策略的关键，但成长股投资者也能从中受益。如果 2000 年和 2001 年时采用了这种方法，许多投资者就能幸免于难。按照投资工具三“设定目标价格”中的讲解，这个方法简单易行。

步骤 4：行业分析

如果公司身处一个飞速增长的行业，它取得成功和为股东创造价值的可能性要比陷于一个增长缓慢或停滞不前的行业大得多。在这一步骤中，你将会分析候选股的行业增长前景及影响该行业内企业成功的其他因素。如果选错了公司，即使选对了行业也无济于事，因此，你的分析中还包括在每个行业中挑选实力最强的股票。

步骤 5：业务计划分析

微软（Microsoft）是全球利润最丰厚的公司之一，而 Gateway Computer 则在苦苦挣扎，其差异就在于业务模式。在这一步中，你将确定自己的候选股是更类似微软，还是 Gateway。

步骤 6：管理层素质评估

许多投资经理将管理层质量评估视为分析过程中的一个重要组成部分。你没有时间参观候选公司的工厂，与关键管理者交谈，也没这个必要。你可以舒舒服服地呆在家里，查看公司关键管理人士和董事的资历，审查公司账务，还可以利用其他简便易行的方式对公司进行审核。

步骤 7：财务实力分析

如果你持有股份的公司破了产，你会遭受惨重损失。但一家公司即使没有破产，也足以让你倒霉，单单该公司可能破产的传闻就足够致使股价暴跌。市场分析师在荐股时通常不会劳神地去检查公司的财务实力，正因为如此，在安然（Enron）、Kmart、世界电讯（Global Crossing）和近期破产的许多其他公司破产前，分析师还建议买入这些股票。

步骤 8：赢利能力和增长分析

股价终究还是随着收益波动的。在这一步中，你将对销售额和赢利趋势进行分析，借此判断候选股的收益更可能增加还是减少。你还将弄清候选股是真的赢利，还是只不过给人以赢利的假象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

步骤 9:察觉红色信号

得知自己的股票因收益状况令人失望或管理层下调预期而下跌40%,对投资者来说真是一场灾难。但这种情况在发生前并非没有任何迹象。在这一步中,你将学会在股价下跌前察觉业绩下降的预警信号。

步骤 10:持股状况信息

尽管互联网传播了大量信息,但共同基金和其他机构投资者还是比个人投资者信息灵通。因此,分析机构的持股情况有助于你判断自己的选择是否正确。

内部人士是指董事、重要管理人士及大型投资者。你自然希望看到公司重要人物持有自己公司的股份,但内部人士持股过多则是个危险的信号。

在这一步中,你将对机构和内部人士的持股信息加以整理,以判断该股是否受人青睐。

步骤 11:股价走势图

信不信由你,有时在行的内部人士对那些会影响你投资决定的信息守口如瓶,直到他们有机会大量抛售或者买进。在这种情况下,股价变动就是你惟一的线索了。

因此,在买入前查看股价非常重要。在这一步骤中确定股价走势图将告诉你是否应该买进。

分析记分卡

在附录 B 中,你将看到单独印刷的记分卡,它们是用来记录增长和价值分析结果的。将记分卡复印出来,在评估股票时正确填写,它在提高你分析水准中起的作用将会令你感到吃惊。

何时抛出

对我来说,卖出股票比买进要难得多。如果我赚到了钱,我为此而欣喜不已,不愿在仍有钱可赚时中途退出。如果股价落后,要卖出就更难了。只要我持有该股,游戏就没有结束,股价总有回升的希望;而一旦卖出,损失就是永久的记录了。只要说一句"再观望一下,看看明天情形如何",就可以很容易地推迟抛盘。通常情况下,推迟卖出的结果会是由赚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

钱变为赔钱，由小的损失变为更大的损失。

建立严格的卖出机制，是纠正投资者推迟卖出的有效方法。“成长型COSC”和“价值型 COSC”分析的两章就分别对抛盘决策做了详细讲解。

在很多情况下，触发成长股卖出信号的情况，在价值型投资者则会做出不同的反应。例如，对成长股投资者来说，收益预期的大幅下调通常会触发自动抛盘机制，但价值型投资者则不以为然。相反，价格走势强劲会告诉价值型投资者该抛售了，但成长股投资者则将其视为良好的开端。

基本面恶化、重新公布与原来差异很大的业绩报告及大规模收购等消息，也同样是对投资者的抛出警告。

小结

遵循有条理的策略对股票进行寻找、研究、买进和卖出，会让你成为更出色的投资者。既然你知道了我们前进的方向，就读下去并开始行动吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章 风险评估

风险是遭受经济损失的可能性。所有股票和以政府作为后盾的储蓄账户相比都有风险，但有些股票比其他风险高得多。然而，投资者在购买股票时极少评估固有的风险，其实这样做是有必要的。比如，设想你在考虑两只股票，你的分析显示二者在今后两年内价格都可能增加一倍，但A公司的风险是B公司的两倍。这样，该选择哪一只就显而易见了。

投资组合风险

你可以购买不同行业中的多只股票，从而使总体风险降低。

航空与石油业即是一个经典的例子。油价上涨对石油行业意味着高利润，但导致的燃料价格上涨会影响航空公司利润，进而影响股价。相反，燃料降价时航空公司趋于繁荣，而石油业就遭殃了。

对于保持多样化投资需要多少只股票，众说纷纭。有人称，只要有12只股票就足以保持多样性，而其他人则认为需要有40只～50只不同的股票。总之，尽可能多样地买进吧，另外重要的是要避免在科技、保健、金融等某一个产业部门的持股量超过投资组合的25%。

低估值是否意味着低风险？

有些学术研究发现那些由低估值股票构成的投资组合，如本益比低的股票组合，比那些高估值的组合表现更为出色。换句话说，价值型股票表现好于成长型。这听起来像是条实用的规律，但细加推敲，就会发现投资组合中只有少数价值型股票表现出众。最终观察表明，投资组合中大多数股票实际上都在赔钱。

为解释这种现象，我组成了一个典型价值型股票的投资组合，截至2001年2月，其中的股票价格与账面价值之比都在0.1～0.5之间。我将它们称为典型价值型股票，是因为通常股价与账面价值之比低于1.0就足以算作价值型了。共有501只股票符合我典型价值型的标准。

从2001年2月到2002年2月，我对选出的典型价值型股票投资组合的表现进行了衡量。在这52周中，该组合回报率为3%。鉴于标准普尔500指数在此期间下跌了约12%，这样的回报已经很不错了。

但当我对投资组合中的数据细加分析，就发现回报率是靠少数几只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表现出众的股票提上来的。如果不把涨幅最大的10只股票计算在内，就会从3%的回报降至6%的亏损。

从另一方面看也是一样。不将跌幅最大的10只股票计算在内，回报率就会上升至5.1%。也就是说，除非你将501只股票全都买来才能获利，如果依靠自己从中选择一些，就很可能赔钱了。

为找到能轻而易举地发掘领先股的神奇公式，我进行过许多类似的实验。每当我自认为发现了新大陆，结果总证明只是几只股票在拉高投资组合的回报。

这说明什么呢？

问得好！如果你只买进5只、10只或20只股票，价值型股票是否比成长型股票风险小并不重要，你的风险集中在以下三个方面：

1. 总体市场的风险。
2. 行业风险。
3. 你所选择的个股的风险。

我们将对总体市场和行业风险进行考察，之后再评估个股的风险。

市场风险

即使你是个选股高手，想在熊市赚钱也相当困难。另一方面，在市场状况好时，你可以犯很多错误而依旧财源滚滚。“不要把牛市的功劳错归在头脑上”这句话就是这样来的。因此，市场风险是风险评估的一项重要内容。

当然，预言市场未来走势需要了解利率、通货膨胀，以及许多其他经济因素的趋势。经济学家们往往终其一生试图寻找这些问题的答案却没什么结果。

我们不把心思放在考虑这些没有答案的问题上，而将要通过两个容易确定的因素测算市场风险。这两个因素是：当前市场价值是被高估还是被低估，以及当前市场是在走高还是走低。

市场评估

一些研究显示了市场风险与市场估值和现行利率差之间的关系。这是一种反向关系，也就是说，市场利率越低，市场价值越高。标准普尔500指数通常被用作参照，专家大多按照该指数的本益比评估市场。标准普尔500指数本益比只不过是该指数成分股本益比的加权平均值。加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权的意思是，公司市值越大，计算时该股本益比占的比例越高。

一种估价的方法是将市场本益比转化为收益率。例如，如果本益比为 20，收益率就是 5％(1/20＝0.05 或 5％)。将市场收益率与现行利率作比较，通常用美国 3 月期国库券利率来比。

市场收益率通常高于短期国库券利率，而重要的是二者利率之差。当利率差很低或为负值时，说明市场风险很大。

表 2-1 中对市场收益率和 3 月期国库券利率作了比较，时间是从 1984 年直至 2000 年 12 月 31 日。该表还相应列出了次年的标准普尔 500 指数回报率。

例如，表 2-1 显示 1994 年 12 月市场收益率比 3 月期国库券高 1.0％，在此后 12 个月，标准普尔 500 指数上涨了 34％。

在大多数情况下，用市场收益率与国债利率作比较并非总是有效，但有一点很清楚，那就是负利差比正利差预示着更大的风险，因为负利差是市场收益率低的情况下出现的，而低收益率意味着高的市场价值(高本益比)。

表 2-1　市场收益率、短期国库券利率和二者之差，以及次年的标准普尔 500 指数回报率

日期	市场收益率	3 月期国库券	利率差	次年标普回报率
12/2000	4.2％	6.3％	－2.1％	－13％
12/1999	3.1％	5.3％	－2.2％	－10％
12/1998	3.6％	4.5％	－1.4％	20％
12/1997	4.5％	5.4％	－0.9％	27％
12/1996	5.3％	5.1％	0.2％	31％
12/1995	5.9％	5.2％	0.7％	20％
12/1994	6.7％	5.7％	1.0％	34％
12/1993	5.6％	3.1％	2.5％	－2％
12/1992	5.3％	3.3％	2.0％	7％
12/1991	5.6％	3.9％	1.7％	5％
12/1990	7.1％	6.7％	0.4％	26％
12/1989	7.7％	7.9％	－0.2％	－7％
12/1988	9.1％	8.5％	0.6％	27％
12/1987	7.7％	6.0％	1.7％	13％
12/1986	7.7％	5.7％	2.0％	2％
12/1985	8.3％	7.3％	1.0％	15％
12/1984	11.1％	7.9％	7.9％	26％

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场走势

估计当前市场走势，对于你决定出手还是离场观望具有重要参考意义。强劲的上行趋势是你增持的通行证，下行趋势则告诫你要提高警惕。

许多投资者参照标准普尔 500 指数观测市场，因而衡量市场走势最简便的方法就是拿该指数与 200 日移动均线进行比较（见图 2-1）。如果标准普尔 500 指数高于 200 日均线，市场可能就呈上行趋势，反之则呈下行趋势。指数与移动平均价格之间的距离表明趋势的强劲程度。如果指数大大高于或低于均线，表明上行或下行趋势很明显；如果指数在均线附近徘徊，则意味着市场走势不明，或处于盘整状态。

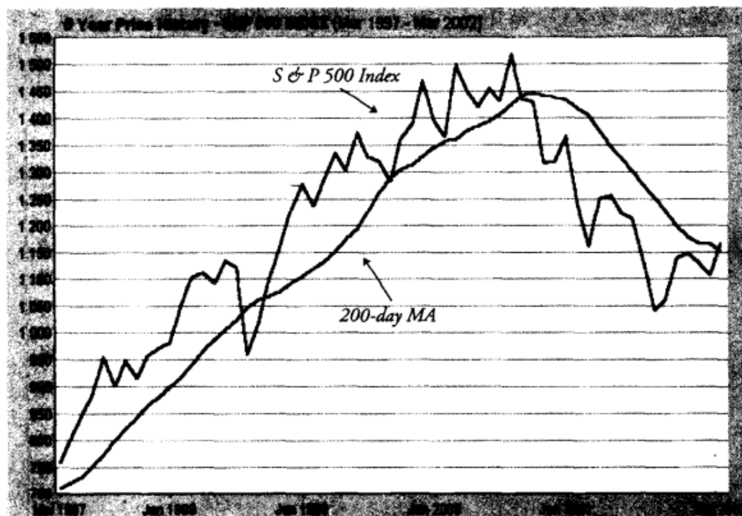


图 2-1 使用 MSN Money 显示的标准普尔 500 指数及其 200 日均线

说明：当指数高于均线时，表明市场呈上行趋势。

标准普尔 500 指数反映了多种不同行业中大型股的走势。其他指数在具体某个你考虑投资的行业方面可能提供更好的参考。例如，纳斯达克综合指数代表了科技股走势，罗素 2000 指数能更好地反映小型股的表现。

另外，还有多种其他指数能反映中型股、价值型或成长型股票，或具体某个行业的表现。SectorUpdates. com（www. sectorupdates. com）就是寻找这些指数的好去处。点击行业图表（Sector Charts）就能看到完整

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的列表。

最好避免买入处于下行市场中的股票，除非该股所在的行业在疲软的市场中依然强劲增长。

在疲软的市场中找出强劲增长的行业

无论市场多么低迷，都仍会有些行业的股票走势良好。如果你找出这些行业，依然有钱可赚。你可以利用 BigCharts' Industries 报告（图 2-2）挑选出有实力的行业。BigCharts（www. bigcharts. com）提供了 1 周至 5 年中表现最好的和最差的 10 个行业。默认显示的是 3 个月中的行业排行，这也是个良好的分析起始点。但世事变化多端，因而要查看 1 个月的行业排名表，以确保 3 个月的行业排名没有过时。一旦你找到感兴趣的行业，就点击行业名称，看看同一时期表现最好和最差的 10 家公司分别有哪些。

10 Best Performing Industries

Industry Name	Percent Change (over time selected)
DJ Mining Index (US)	25.03%
DJ Nonferrous Metals Index (US)	22.71%
DJ Lodging Index (US)	22.59%
DJ Auto Parts Index (US)	22.27%
DJ Aerospace Index (US)	22.14%
DJ Containers & Packaging Index (US...	20.80%
DJ Forest Products Index (US)	20.44%
DJ Consumer Electronics Index (US)	19.38%
DJ Tires Index (US)	19.18%
DJ Heavy Machinery Index (US)	19.18%

图 2-2 BigCharts 中过去 3 个月内 10 个最佳表现行业，时间是截至 2002 年 3 月 17 日。在 BigCharts 主页（www. bigcharts. com）选择行业栏。单击行业名称，就能看到该行业内表现最好和最差的 10 家公司。

当你买进行业表现落后于整体市场的股票时，就承担了额外的风险，即使在市场总体走势良好的情况下也是如此。因此在买进股票前，先查看候选股所在行业的表现是值得的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司特有的风险

公司特有的风险与该公司的业务计划、股票估值、赢利能力、会计操作、发展策略及公司其他具体因素相关，而与总体市场无关。

以下列出的风险都严重到足以将一只候选股剔除而不予进一步考虑。其他风险则没有那么严重，且不会影响到候选股的入选资格。然而最终，你选择风险因素最少的候选股才是最明智的选择。

产品的部分发货

在供不应求的情况下，公司向市场投放的产品只能满足每家客户的一部分订单要求，这种状况直到公司扩大生产后才能得到解决。客户很快发现要订购两三次才能拿到足够的产品。他们常常储备库存，以确保不出现短缺，而这种做法导致订单纷至沓来，令分析师、投资者和公司管理人士对需求形势估计过高。

当生产最终能够满足需求时，客户的订单需求可以一次满足，而不必再分几次了。但由于客户发出了过多订单，发觉库存过剩，又开始取消订单。这一幕上演的速度比人们预期的要快，Trex 公司的经历就说明了这种现象。

Trex 制造木材装饰材料，在这个增长迅速的行业内处于领先地位。2000 年初，Trex 产量无法满足需求，尽管扩大生产 70%，仍不得不把有限的产品在客户间进行分配供应。Trex 继续扩大生产，到 8 月时通知客户，发货量很快就能满足订单需求了。客户则立即将订单减少到实际需要的水平。结果，Trex 截至 9 月的季度销售额不但没有上升，反而从截至 6 月时一个季度的 3 600 万美元下降到 2 500 万美元。

诉讼

大公司总是官司缠身——有时是员工或客户不满意，有时是其他公司为专利或其他事宜将其告上法庭，还有时是因为股东因投资遭受了损失而不满。这些诉讼也是做生意成本中的一部分，通常不会影响你的分析。然而有时候，公司卷入一场官司可能对业务前景造成实质性影响，甚至危及公司生存。

像 MP3. com 和 Napster 等公司，2001 年时就几乎因音乐发行商和唱片公司的诉讼而被逐出所在的行业。音乐发行商和唱片公司起诉这两家公司在没有支付版权费的情况下分销版权歌曲。与石棉相关的诉讼也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导致几家大公司破产。单单是面临被指控的威胁，就会对公司股价造成沉重压力。

公司必须在季度和年度报告中披露所有的重大诉讼。当然，管理层通常都称这些诉讼毫无依据。无人能预言一场诉讼的结果，即使公司管理层和分析师也是一样。因此，要避免买进那些可能面临不利诉讼结果的公司股票。

重新公布收益

当审计师或 SEC 发现一家公司先前公布的收益过高时，该公司通常会重新公布业绩。对收益的任何显著下调都是红色警报，暗示该公司曾利用会计手段提高公布的业绩。各公司使用的手段可能各不相同，但仅被抓住一次并不表明管理层会从此改变。除非公司更换了管理层，否则要避免买进那些重新公布收益时显著下调业绩的股票。

行业前景黯淡

一家公司收益状况令人失望或下调预期，预示着该行业内所有公司都面临着类似问题。

合约制造业就是一个极好的证明。2000 年 9 月 13 日，该行业主要公司之一 SCI Systems 表示，在截至 9 月的一个季度公司无法实现预期。该公司将这种状况归咎于销售缓慢和部件短缺。你可能认为同样的情况会发生在该行业所有企业身上，但分析师却没有看到这一点。据一名分析师称，SCI 的问题是“对一家客户产品的设计缺陷”所致，是“暂时性问题”。

SCI 的消息传出后，其竞争对手 Solectron、Jabil Circuits 和 Flextronics 股价略微受到了一些冲击。然而，持有这些公司股票的投资者本应得到分析师的告诫，对 SCI 的预警多加留意。一个月后，另外三家公司股票开始暴跌，最终股价缩水 60%。因此，对那些竞争对手近期下调了业绩预期或公布了其他不利消息的公司股票，一定不要买进。

利率风险

利率变动甚至利率未来可能发生的变化，通常都会引起市场波动。一般来说，利率上升被视为不利于股市的消息，会对整个市场造成压力。住宅建筑、公用事业等对利率敏感的行业及那些高额举债的公司，在利率上升时遭受的打击尤其沉重。在长期和短期利率差收窄时，银行和其他金融行业就会受到冲击。相反，能源、保健和科技类股票通常在利率上升

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时表现强于大盘。

无论是已发生的还是未来的利率变动，即使不利于某个行业，也只会增加该行业的风险，而不构成淘汰股票的本质决定因素。

今后几章中描述的公司特有的风险

以下公司风险因素将在第二部分中详细讲述。

财务健康状况

公司破产是股票投资者面临的灾难性风险。当公司破产时，股东的全部投资往往会付之东流。如果还没检查公司财务状况确认其没有破产的危险，千万不要产生买进股票的念头。你将在本书第十章中学习如何审查公司财务状况。

业务计划/通过收购实现增长

有些公司被视为前景光明的投资选择要归功于它们卓越的业务计划。这些公司可能不面临残酷竞争的威胁，生产质量超群的产品，或拥有更好的分销渠道。

不要因为一家公司公开上市且受到了分析师的推荐就臆断该公司会拥有切实可行的业务计划。互联网泡沫的破裂表明，成功希望渺茫的公司也能从容易上当的投资者那里筹集数十亿美元，专业和非专业的投资者概莫能外。

公司业务计划中极其重要的一个因素是它的增长策略。大多数公司是通过开发新产品、开设新店等方式实现增长的。然而，有些公司在原有的市场饱和后，会采取收购的方式维持增长。初战告捷后，公司就会对这一策略过于自信，最终因收购不利导致业绩低于预期，股价下跌。由于公司为实施这些收购而发行了股票，股价的下跌使收购价值下降，进一步导致增长放缓，给股价造成压力。

本书第八章讲述了如何对业务计划进行评估，包括如何识别出主要是通过收购实现增长的公司。该章介绍了一个评估业务计划的记分卡，分数在－11 和 11 之间。分数为负的候选股比分数为正的风险更高，但负分数本身并不构成淘汰一只股票的因素。

估值

市场往往会抬高那些业务计划引人注目的公司的股价，引起对股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不现实的估价。这时，即使公司前景光明，也成了危险的投资对象。毕竟，大多数公司的股价反映的是公司的长期增长前景。你可以利用本书第五章所讲的方法，通过股票当前估值确定年度收益增长。连续多次年度收益增长高达 40%的公司凤毛麟角，大多数公司甚至无法接近这个水平。因此，隐含收益增长达到 30%以至更高被视为高风险的股票，但高估值本身并不一定是排除候选股的因素。

增长不稳定/伪造账目

致力于开发新兴市场机会的公司早年常常会经历急剧的增长。市场预计这种增长呈不确定性，公司股价亦然。这些公司早期的增长率不稳定，管理层有时就会在账目上做手脚，以在增长放缓时维持增长的假象。最终真相大白，公司收益低于预期，股价一泻千里。第十二章讲述的就是如何鉴别增长放缓的信号及常常掩盖低迷增长的会计欺诈。要避免买入出现任何红色信号的公司股票。

高的业绩预期

达不到预期令人失望，市场对此的反应是让该公司股票遭受重挫。业绩预期越高，失望的可能越大。因此，高预期就等同于高风险。第四章讲述了如何根据分析师的买进/卖出建议计算信心指数。信心指数达到 9 或更高预示着风险，但单单高的指数本身并不构成淘汰一只股票的因素。

小结

专业人士评估股票的风险往往考虑股票未来的买盘情况，这一点是你也应该遵循的。但对投资价值被高估或呈下行趋势的市场或行业则要提高警惕。有数千只股票供你挑选，因此对于具有以下问题的股票要予以剔除：产品向客户部分发货，卷入诉讼，重新公布收益，行业前景、财务健康状况面临风险或存在会计欺诈。其他风险如果没那么严重，也会影响股票的投资理想程度，因此就风险而言，少即是多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章 筛 选

筛选是找到候选股最有效的方法，你可以量体裁衣，过滤出不理想的股票。该方法让你能够将研究精力集中在最值得考虑的候选股上。筛选是一门艺术，需要经过一些训练才能准确掌握。在你初次进行筛选的时候，可能出现筛选出候选股过多或过少的情况。当筛选到适中的数字，比如 20 只左右时，你又会发现其中大多数都不合你意。但最终，你将摸索出一套筛选标准并依靠它找出有研究价值的候选股。

在互联网的鼎盛时期，你有一打左右有力的搜索程序。但现在，值得一提的搜索工具已经减少到四种了，它们是：

- Quicken
- MSN Money
- Multex
- Wall Street City

就筛选参量而言，Quicken 的 Stock Search(www.quicken.com)是四种工具当中功能最弱的一个，但它有一大好处，那就是使用方便。你可以通过一个 Flash 动画学习使用，一旦有了想法可随时进行快速筛选。

MSN Money 的 Custom Screener(money.msn.com)是最强有力的网络筛选工具，但使用它要花些时间(大约几小时)，才能摸清如何使用。一旦掌握使用方法，用它修改现有的筛选标准或添加新股就相对简便了。你还可以保存自己设定的筛选，这个重要特色让你免去了想再次筛选时重新设定的麻烦。

Multex Investor 的 NetScreen(www.multexinvestor.com)在功能和使用简便程度上都与 MSN Money 的 Custom Screener 不相上下。我没有做过统计，NetScreen 提供的筛选参量可能少于 MSN Money，但使用起来略微简便一些。另外，Multex 提供了步骤详尽的使用指南，你可以打印出 NetScreen 的参量表，而 MSN Money 则没有此项功能。

Wall Street City 的 ProSearch(www.wallstreetcity.com)与Quicken 的 Stock Search 相类似，只是提供的参量更多。然而，它使用起来却很麻烦。一旦开始一次筛选，你就无法修改参量重新筛选，而是一切都必须从头开始。收费版的 ProSearch 没有这种局限，提供的参量也更多，但只有订户才能使用。但无论收费版还是免费版，都有一项独特的特征：在你完

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成一次筛选后，能查看所筛选出股票在过去12个月内的股价，从而知道当时如果买进这些股票能赚或赔多少钱。

在读完本书后，你可能会提出许多自己的筛选方法，但在这里，我们只举出几个例子，帮你提供思路，同时阐明筛选程序的使用方法。我们将举例讲解如何使用 Quicken 的 Stock Search，MSN Money 的 Custom Screener 和 Multex Investor 的 Net Screen。Wall Street City 的 ProSearch 则与 Quicken 的 Stock Search 大同小异。

利用 Quicken 对成长股进行筛选

这一节的内容包含了在筛选增长迅速、价格合理而有利可图的成长股时建议使用的参量。我们的要求是年收入增长达到20%，年度增长预期至少要达到18%。最低资产回报率定为8%，以确保通过筛选的公司近期处于赢利状态。

Quicken 为你提供了一个下拉菜单，你可以从中选择搜索所需的参量，或输入自定义的最高和最低限制。像大多数筛选工具一样，Quicken 会对空白的选项忽略不计。这里所叙述的所有筛选工具，都可将选择范围设定在某个具体行业内。

以下是在搜索中建议你使用的参量、筛选的基本原理，以及为更好适应个性化需求而修改设置的建议。

市值

市值底线设为1.5亿美元。

一旦低于5亿美元左右，则市值越低，风险就越高。我将底线设定为1.5亿美元，但不愿冒险的投资者应将最低市值设定在5亿美元。这种做法有些理论化，因为我在筛选时只找到了一只市值低于5亿美元的股票，即 TTI Team Telecom，其市值为3.2亿美元。

股价与销售收入之比(P/S)

设定在2到9之间。

P/S 比率低于2的通常是价值型股票，现在我们所举的例子是一次成长股筛选。超级市场连锁店和其他薄利行业可能达不到这一要求，该比率通常在2以下。如果你希望看看这类股票，可将最低 P/S 比率下调为1。当我取消设定的最低限制时，筛选结果没什么变化。将最低 P/S

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比率设定为正值(比如 0.1)是个好办法;否则你偶尔也会筛选出 P/S 为负值的股票。

9 这个 P/S 的最高限制是我随意设定的,旨在将标价过高的股票排除在外。由于是随意的设定,你可以进行改动,看看如果设得更高过更低会有什么结果。

收入增长

将最低值限定在 5 年收入增长 15%,3 年收入增长 20%,1 年收入增长 20%(收入与销售收入含义相同)。

我将 5 年收入增长设得偏低,以筛选出那些近期显出加速增长迹象的公司。近期最低增长 20%是很高的要求了,可能将以中等速度增长的蓝筹股拒之门外。将三个时期的最低增长都设定为 15%,筛选结果会增加 6 只至 14 只股票,其中包括 Home Depot 和太阳镜制造商 Oakley。

分析师的一致评级

将最高设定在 2。

这种情况下的一致评级是所有分析师对股票评级的平均结果,包括买进、持有和卖出等。强烈建议买进的评级相当于一致估值为 1,持有(意味着卖出)为 3。我所设定的最高为 2 相当于增持。在这个评级以下的成长股,就是相当糟糕的股票了。

最新季度收益增长超出预期

将收益超出预期的增长比率设定为 0。

将该值设定为 0 可排除那些最新季度公布收益低于分析师预期(与预期相比呈负增长)的股票。许多专业人士认为,增长状况差于预期预示着还将出现更多的不利消息。当与预期相比的增长为负值时,你必定会遭受损失。

今后 5 年的预期收益增长

将最低值设定在 18%。

这项设定要求分析师对股票的 5 年增长预期平均值必须至少达到 18%。对成长股投资者来说,收益增长就意味着一切。对你来说,18%的百分比可能太高了些,但我在任何时候也不会将它降到 14%以下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流动比率

最低设定为1.5。

流动比率是公司流动资产(现金、库存和应收账款)和流动负债之比。该比率低于1表明公司短期债务超过了资产。该比率越高,公司财力越雄厚,至少在短期内是如此。1.5是我随意设定的值,如果你对自己作的财务健康状况分析有把握,可以将该值设定得更低。

长期负债/净值

将最高长负债与净值比率定为0.5。

长期D/E比率是长期债务与股东的资产净值(账面价值)之比。该比率越高,债务越高。将0.5设定为最高值,可将那些容易因债务负担沉重而破产的公司过滤出去,但同时也会将那些在金融业的公司拒之门外,因为这些公司负债通常很高。像设定流动比率时一样,如果你肯不怕麻烦进行财务健康状况分析,就可将D/E比率最高值提高至1.5。

收入

将最低年收入要求设定在5 000万美元。

对一家上市公司来说,5 000万美元的年收入不算太多。如果你显著降低对收入的要求,就是在自找麻烦了。

资产回报率(ROA)

将资产回报率最低值设定为8%。

资产回报率衡量的是企业的赢利能力。该比率越高,赢利能力越强,但你也可降低对该指标的最低要求,从而筛选出更多公司。资产回报率在5%以下的公司我是不予考虑的。如果你认为筛选出的候选股太多,可将该比率提高。

股价

将最低股价设定在5美元。

股价在5美元以下表明该股存在许多令人不满的因素,也预示着要承担过多的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机构持股比率

将机构持股最低比率设定在30%。

共同基金和其他机构投资者偏爱成长股。机构持股比率低可能意味着专业人士不看好该股的获利前景。

筛选结果

经过如此筛选之后，将有15只～20只候选的成长股浮出水面。如果没有，就按照建议的方式修改参量，以增加或减少符合要求的股票数目。

利用 Quicken 筛选价值型股票

价值型投资的基础，是找到那些与当前大多数市场人士眼光不相符的好公司。本次筛选寻找的是那些失宠于分析师和共同基金的价值型股票。我的搜索证明，只要在筛选时要求股票图表呈现疲势，选出的就真正是失宠的股票。

市值

将最低市值设定为2.5亿美元。

价值型投资策略通常把你引向大型和中型的候选股。那些市值低于2.5亿美元的股票是不大可能符合要求的，因此就不要在分析这些股票上浪费时间了。

股价与销售收入之比(P/S)

将最高值设定为3.0。

你可能会发现，你的大多数候选股P/S比率在2以下，因此，这一参量的设定可将那些显然不适合者排除掉。如果你选出的股票太多，可将该比率下调。

分析师一致评级

将最低评级设定为2.2。

分析师的一致评级包括：强烈建议买进(1)，买进(2)，持有(3)，少量卖出(4)，大量卖出(5)。一致预期值为1表明所有追踪该股的分析师都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将其评级定为强烈建议买进，该值为 3 则意味着持有（是卖出的意思）。将最低值设定在 2.2，就把选择限定在少量买进和持有或更低的评级之间。由于分析师将大多数股票评级定为买进或更高，就把那些失宠于大多数分析师的股票筛选出来了。

流动比率

将最低值设定为 1.5。

流动比率是公司流动资产与流动负债之比。价值投资策略要求公司财务状况良好。流动比率偏低的公司股票在你的财务实力分析检验中也难以过关。

长期债务/资产净值比

最高设定为 0.4。

长期 D/E 比率是长期债务与股东的资产净值（账面价值）之比。该比率越高，债务越高。负债比率低的公司是你的上佳选择。如果选出的股票数量不够，可以试着提高该比率。

收入

将连续 12 个月收入最低设定在 5 000 万美元。

你常常会发现，在筛选结果中显示出的许多并不是实实在在的公司，或者至少没有实实在在的业务。在过去四个季度内（连续 12 个月）销售收入为 5 000 万美元对一家上市公司来说不算多，因而有了这项要求，你就可不必在那些没有销售业绩的公司上浪费时间了。

股价

最低股价设定为 5 美元。

真正廉价的股票往往是不值得评估的。怎样才算“价格廉价”的股票要视市场行情和你自己的观点而定。许多共同基金不会买进股价低于 5 美元的股票，因此这是个合理的最低标准。

相对强势

将最高值设定为 60。

Quicken 的相对强势是将每只股票的股价表现与过去 12 个月内所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有股票的表现相比较。相对强势为 90，表明该股比整体市场表现高出 90%。建议将该比率最高值设定为 60，以免筛选出实力过强的股票。你要寻找的，是目前弱于大盘、但在你买入之后会走强的股票。

机构持股比率

最低值设定为 5%，最高设定为 60%。

大多数共同基金和其他机构投资者青睐成长股。一般来说，受欢迎的股票机构持股比率在 40%～95%之间，不欢迎的股票持股比率低于 40%。然而，机构投资者每年应要求公布持股比率的次数不超过两次，因此 Quicken 的持股比率数据可能是过时的。如果目标公司失宠的情况经常发生，机构持股比率就尤其重要了。尽管你寻找的是受到冷落的股票，但不希望他们受冷落到没有机构投资者问津的程度，而 5%的最低比率可将这样的股票排除。如果筛选出的股票数目不够，可上调最高比率；若筛出的太多，可将最高比率降低。

筛选结果

当我进行上述筛选时市场处于低迷状态，分析师的评级通常非常悲观。我筛出了 57 只候选股。若将相对强势最高值设为 50%，最高 P/S 比率设为 2.5，符合要求的股票将减少到 33 只。

用“MSN Money”寻找陷于困境的价值型股票

我的筛选利用了 MSN Money 中 Custom Screener 的特有功能，寻找那些拥有强劲销售收入增长和赢利能力记录但近期暴跌的股票。

Custom Screener 是 MSN Money 中最灵活而强有力的筛选程序。但不幸的是，它也是最难以掌握的一个，特别是在 MSN Money 的指导内容有限的情况下。

如果你有时间又有兴趣，这种方法还是值得一学的。其中包含的内容太多，这里无法面面俱到，但我可以提供一个简要的讲解——访问 MSN Money 的 Stocks 网页（moneycentral.msn.com/investor），选择 Stock Screener，之后选择 Custom Search。这个筛选工具看起来好像一张有横行和纵栏的电子表格。行都是空白的，你可按照需要进行填写。每一行下面有一项搜索条件和三个纵栏：Field Name，Operator 和 Value。

将光标放在第一行的 Field Name 处，点击它就会出现筛选参量菜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单。选择一个参量,之后将光标移向 Operator 栏并选择一个。选项是运算符号如等号或大于号或小于号之类。之后,将光标移到 Value Field 处,你可以在这一栏中输入一个自定义值或选择另一个参量。

MSN Money 未提供可选择的参量列表。因此,你不得不多方浏览,自己寻找参量。

我将在讲述筛选参量时对这一过程作更详细的解释。为清楚起见,我以 MSN Money 中 Custom Screener 的行格式列出了所有搜索术语。

资产回报率

运算符设定为:≤
数值:设定 0.7 * ROA: 5 年平均值

确保公司 ROA(基于过去 4 个季度收益)不超过公司 5 年平均 ROA 的 70%,就可找到那些 ROA 与历史平均值相比不尽如人意的公司,而它们正是理想的价值投资候选股。键入"0.7 * "这一步也是需要技巧的。选择 Custom Value。键入 0.7 * 并点击 Custom Value 框右下方的箭头,选择 ROA 五年平均值作为参量。

ROA: 5 年平均值

运算符:≥
数值:10

确保符合要求的公司 5 年平均 ROA 大于等于 10%,从而保证筛选出的公司盈利历史记录高于一般水平。

股价与销售收入之比(P/S)

运算符:≤
数值:2.5

要求 P/S 比率不超过 2.5,可确保筛选出的都是价值型股票。

债务/所有者权益比率

运算符:≤
数值:0.5

旨在将负债累累的公司排除在外。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流动比率

运算符:≥
数值:1.1

可将面临短期现金困境的公司过滤出去。

上季度日均成交量

运算符:≥
数值:5 万

将日均成交量设定在 50 000 股,以排除日均成交量不足(流动性差)的股票。

12 个月收入

运算符:≥
数值:5 000 万

要求公司在过去四个季度最低销售收入达到 5 000 万美元,从而排除销售收入不足的公司。

收入增长

运算符:≤
数值:0.5 * 5 年收入增长

要求上季度收入的年度增长不超过公司 5 年平均销售增长的 50%。这样,近期销售增长低于长期趋势者就浮出水面了,而这种趋势正是有前途价值型候选股的特征。

5 年收入增长

运算符:≥
数值:10

通过筛选的股票长期销售收入增长最低必须达到 10%。与前面的检验结合起来看,尽管目前这些股票被打入了冷宫,但它们拥有辉煌的历史销售增长。

评级中值

运算符:≤

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要求:适度买进

这样要求可确保筛选出的股票分析师平均评级在“适度买进”或者更低。分析师适度买进的评级介于买进(强烈建议买进)和卖出(持有)之间,说明分析师至多对这些股票持矛盾态度,从而成为价值型股票的理想之选。

筛选结果

我 2002 年 3 月进行了上述筛选,从五花八门的行业中选出 29 只股票。如果你选出的股票太多,可提高最低 ROA,降低最高股价与销售收入之比。如果你筛选出的股票过少,可降低最低 ROA 和最低流动比率(降至 0.9)。

用 Multex Investor 筛选“防弹股”

用该筛选工具筛选出近期不大可能破产的公司股票。

有些公司提交破产申请是为免于因诉讼而遭受灭顶之灾,除此以外,大多数公司破产通常只有一个原因:现金用光了。有些公司才组建时间不长,等到首次公开募股(IPO)筹集的资金用光又无法继续筹资时,就面临倒闭了。另外还有一些昔日辉煌过的公司,因收益滑坡导致无力支付利息而陷入困境,走向破产的命运。

上述两种情况的公司有着相似的症状。它们或是烧钱,即现金流出量大于流入量,或是现金流不足以偿付债务。要避免将面临破产的股票作为候选股,就要设计出一套现金匮乏的公司可能达不到的参量要求。

这就是本次筛选的用意所在。我将通过筛选的股票称为"防弹股"。

以下是防弹股须达到的要求:

- 营运现金流为正值
- 净利润为正值
- 销售收入最少达到 5 000 万美元
- 流动比率为 1.5 或更高
- D/E 总比率低于 0.4

营运现金流、净利润和销售收入的要求针对的都是公司连续 12 个月的业绩。

从理论上讲,只要要求营运现金流为正,就可将烧钱公司排除在外,但这一条并非万无一失,而且这项要求实际上是在帮助你确保选择的公司处于赢利状态。要求销售收入至少达到 5 000 万美元,可过滤掉从指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标上看来状况良好而实际没有雄厚实力的公司。

要求利润和现金流为正值并不能确保流入公司的资金足以偿付债务。流动比率是公司流动资产与流动负债之比，要求该比率至少在 1.5 可确保流动资产比短期债务高出 50%，从而过滤掉了那些现金流为正但处于以往累积短期债务重压之下的公司。

总 D/E 比率是短期和长期债务总额与公司股东权益或账面价值之比。总 D/E 比率等于或低于 0.5 通常是低负债公司的标志。要求该比率在 0.4 以下，安全系数就更高了。

Multex 提供了极好的详细使用指南。在 NetScreen 网页上，该指南的链接称为“学习使用 NetScreen”(Learn to use NetScreen)。你还可以从指南中打印出该网站提供的参量清单。

我在括号中加入了对每个术语的描述和在 NetScreen 上的缩写。

价格与现金流大于 0

{Pr2CashFlTTM}>0

“防弹股”公式要求现金流为正。从定义上看，当价格/现金流比率为正时，现金流就为正值。

流动比率大于 1.5

{CurRatioQ}>1.5

流动比率是流动资产(主要是现金、存货和应收账款)与短期债务之比。

总债务与股东权益之比小于 0.4

{Dbt2EqQ}<0.4

NetScreen 是我发现的惟一提供总 D/E 比率的筛选工具，而该比率是筛选"防弹"股票所必须的。该比率包括长期和短期债务，因而不同于大多数筛选程序中所包括的长期 D/E 比率。

连续 12 个月(TTM)销售收入大于 5 000 万美元

{SalesTTM}>50

要求在过去 12 个月中销售收入大于 5 000 万美元，可过滤出那些没有实际业务的企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

净利润率大于0

{NPMgn%TTM}>0

无论多与少，要求在过去四个季度内净利润为正值。净利润率是净利润与销售收入之比。除非净利润也为正，否则利润率不会为正。

筛选结果

本次共筛选出约800只股票。你可将其分组打印出来，或以电子表格的形式下载。

筛选技巧

要精通股票筛选之道需要进行一些练习。当你初次开始筛选时，可能没有任何结果，因为你设定了过多的参量，同时(或者)要求太高了。当这种情况发生时，很难确定是哪个参量的设定出了问题。然而，采用另一种方法会方便得多，那就是，开始时只设定几个参量且要求要宽松，以便选出许多股票。之后逐个增加参量并提高标准，直到筛选出适宜的股票数目，以便进一步研究。一般来说，15只到30只股票较为适中。

在初步研究完成后，第一轮候选股中的许多可能并不符合你的心意。如果是这样，就修改筛选中设定的参量，将那些不合格的股票淘汰。重复这一过程，直到筛选出数目适中的合格股票。

如果你想出了极其理想的筛选方法，请发信给我，信箱是 hdomash@winninginvesting.com，我会将这些方法发布在我的网站上。

预先设定的筛选

有些网站提供了预先设定的筛选模式，其好处在于你不必为自己提出参量花费心思了。这一步工作已经有人为你铺垫好，因此你要做的只是按一下按钮，就可获取结果。

预先设定筛选模式存在的一个问题是，你对筛选策略的质量没有多少感受。

然而也有一个特例。美国个人投资者协会(American Association of Individual Investor，简称AAII)的网站提供了多种多样的预设筛选模式，并时时对它们的表现进行追踪。AAII是一家非盈利性组织，提供股票和共同基金投资领域的教育。要想进入该网站的筛选区域，你必须成为会员。会员年费为49美元，包括一份月刊，光这份月刊花这些钱就算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值得了。这份杂志不吹捧股票，而是带有教育性质，讲述知名投资经理遵循的股票和共同基金挑选策略。

当我访问该网站时，AAII 网站(www.aaii.com)上共有 39 种预设的筛选模式，可筛选价值型、成长型、二者兼有的、小型股和基于一些知名人物选股策略的筛选，这些人物包括本杰明·格雷厄姆(Benjamin Graham)，约翰·奈夫(John Neff)，戴维·卓曼(David Dreman)，杰瑞黛·魏斯(Geraldine Weiss)，沃伦·巴菲特(Warren Buffett)等等。一个相对较新的筛选版本是基于 Joseph Piotroski 的价值型股票筛选准则。我在本书第十章中所讲的财务健康状况检验就受到了该准则的启发。

AAII 对这些筛选模式每月总结一次，因此你可以看到上月末每种筛选模式下排在最前面的一些股票。AAII 同时还会更新每个筛选模式的表现数字，每年还将所有的预设筛选表现进行一次比较。

小结

无论筛选是基于你自己还是专家的想法，都要将所有筛选结果作为有待研究的候选股，而不要将其视为要买进的股票名单。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分

——分析工具

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章　分析工具一：分析师数据解析

在不考虑每日的波动因素情况下，股价通常反映的是市场对公司未来收益增长的预期。在其他条件相同的情况下，股东在市场期望值升高时赚钱，在期望值降低时赔钱。

股票分析师最近几年饱受攻击，先是因为在 2000 年时建议大家买入价值被疯狂高估的科技股，2001 年时又在安然破产前不久敦促大家买进该股，且 2002 年政府调查披露，一些分析师建议投资者买进那些他们自己认为会赔钱的股票。

尽管分析师的声誉不好，但他们的买入/卖出评级和收益预期是对市场对个股预期的最好量度标准。尽管他们的评级本身不会直接帮你赚钱，但你能从他们的评级、预期及研究报告中发掘出重要信息。

本章后面将要讲述的信心指数，将有助于你依据市场预期最好地判定价值型和成长型股票。分析师对收益增长预期和公司以往出现高于或低于预期情况的分析，将进一步帮助你断定股票是成长型还是价值型候选股。收入预期是一种新的有力武器，你可以利用它证实收益增长预期的可靠性。

揭开分析师的面纱

股票分析师分为两类：买方分析师和卖方分析师。投资银行，包括大多数提供全面服务的经纪公司，都聘请卖方分析师对有利可图的股票加以研究。最初，经纪公司的佣金收入大多靠卖出股票，卖方分析师的名字由此而得。如今，投资银行业务占据了全面经纪服务收入的绝大部分，但卖方分析师这个名称沿用至今。

经纪公司雇用着许多分析师，通常每人负责某个特定行业，如半导体设备或餐饮等。分析师撰写研究报告根据行业整体状况，也针对行业内个别公司。分析师对销售收入和收益作出预期，提供买进、持有或卖出的建议，并公布他们所追踪股票的目标价格。每当公司公布季度收益或有其他重要事件发生时，分析师就会对其预期和评级进行调整更新。卖方分析师的评级和报告广为传播，而 First Call、Zacks Research 和 Multex

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等第三方将分析师的评级和预期制成表格，以分析师一致预期和评级的形式发布出来。

共同基金、养老金计划及其他机构投资者阅读卖方分析师的报告，但许多机构仍会聘请自己的分析师。这些买方分析师在独立进行研究后得出自己对公司前景的观点。买方分析师的报告很少公之于众。

我们听到或看到的所有分析师评级和预期都出自卖方分析师之手。当新开始对一家公司进行研究时，分析师会公布一份深度报告，描述公司的业务模式、行业及其在竞争中所处的地位。此后，大多数分析师通常只针对影响公司前景的收益报告或其他消息撰写短篇的更新报告，每篇更新报告中包括分析师当前的买进/卖出评级，以及对今后几个季度和下一财政年度的收益预期。报告中还包括证明这些评级或预期的背景信息。

分析师的评级

分析师撰写报告是为向客户提供买进或卖出公司股票的建议。然而事情并没有那么简单。比如，一名计划持股 5 年的投资者可能买进一只股票，而另一名短线的投资者却在卖出该股。因此，分析师设计了五花八门的评级用语。另外，由于每家经纪公司有自己的专门术语，情况就更加复杂化了。

例如，高盛(Goldman Sachs)如果认为一只股票短期内会上扬，就会将其列入荐股名单，而美林(Merrill Lynch)可能将其评级定为短线买进，培基(Prudential Securities)可能又会将其定为强烈建议买进。你弄清这些评级含义的惟一方法，就是向该经纪公司询问，有时在报告中会对评级术语加以解释，但也有时未作说明。

实际上这些评级并没有听上去那么复杂。根据我的经验，所有分析师的评级，除强烈建议买进之外，都相当于卖出。如果没有评为强烈建议买进，说明分析师对该股的前景并不十分看好，并且大概不会将其加入自己的投资组合。

“卖出”是句禁忌语

卖方分析师也是和你我一样的人，只不过恰好有份报酬不菲的工作罢了。你不能因为他们想保住自己的职位而去谴责他们。分析师雇主(大多是经纪公司)的利润大多来自投资银行业务，即在公司办理新股发行、收购、借款等事宜时与公司合作。这项工作能赚取多少利润呢？假如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一家投资银行担任了一家新公司首次公开募股的承销商。承销费用当然是可协商的，就假定是 7%吧，如果公司以每股 15 美元的价格发行股份 1 000万股，那么佣金就是 1.5 亿美元的 7%，即 1 050 万美元。当一家公司对另一家进行收购时，双方都要聘请投资银行对交易提出建议，支付的费用可高达数千万美元。

在如此诱人的利益驱动之下，投资银行争取这些高报酬合约的竞争相当激烈。通常，客户(比如一家即将上市的新公司)会选择它认为能最出色完成任务的投资银行，也就是说，投资银行要以尽可能高的价格卖出最多的股份。同样重要的是，还要在 IPO 完成后保持股价的升势。后者非常重要，因为公司内部人士个人会持有大量股份，终将出手，而这是分析师受到牵连的原因所在。声名显赫的分析师的强烈建议买进评级可对一家公司的股价产生重大影响。据 2001 年 1 月 29 日《华尔街日报》(Wall Street Journal)消息，“分析师因帮助公司争取到大笔的股票承销生意而得到数十万美元的奖金。”这样，其余数字也就可想而知了。

大多数上市公司都或多或少参与了潜在的投资银行业务。通常情况下，这些公司高层人士保持股价升势对自己是有利可图的，他们的奖金可能和股价挂钩，拥有股票期权，或直接持有股份。当分析师的卖出评级伤及股价时，高层将其与自身利益联系在一起是可以理解的。这时他们就会迁怒于经纪公司，将业务转至另一家投资银行，致使分析师也受到牵连。

受这一因素影响，大多数分析师不使用“卖出”这个评级，而是将评级定为持有、中性或与大盘一致，而专业人士明白，这就意味着卖出。

也有的时候，分析师实在希望建议卖出某只股票，但经纪公司不允许有卖出的评级出现。因此，股票能否被定为持有或卖出取决于经纪公司政策，而不是分析师对股票前景的看法。按照经验，持有、卖出和强烈建议卖出都意味着卖出。

分析师用来表示介于强烈建议买进和卖出之间的评级用语有：买进，择机买进，长线买进，强于大盘等等。这些评级意味着分析师对这些股票的走势没有把握，至少在短期内是如此。要注意的是，标准普尔的分析师是个例外，该公司使用卖出这一评级，持有就是持有的原意，那就是既不要卖出，也不要买进。

一致评级

Frist Call、Zacks 和 Multex 等公司根据分析师们个人所做的评级整

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理出一致评级数据。它们首先将经纪公司分别制定的评级分为五类:强烈建议买进、买进、持有,卖出和强烈建议卖出,之后给每一类制定了权重数值(见表 4-1)。

表 4-1 分析师买进/卖出评级的数值表示

类型	对应数值
强烈建议买进	1
买进	2
持有	3
卖出	4
强烈建议卖出	5

编纂人员将分析师的评级制作成表格并加以平均。例如,如果三位分析师将股票评级定为强烈建议买进,总分数为 3,平均值就是 1。如果对一只股票有一人定为强烈建议买进(1),一人定为持有(3),一致评级就是 2(4/2),即买进,虽然两人都没有将该股评级定为买进。如果分析师对一只股票的评级情况如下:三人定为持有(9),两人定为强烈建议买进(2),一人定为强烈建议卖出(5),则该股的一致评级分数为 2.7(16/6)。表 4-2 就举例说明了雅虎研究网页上评级的确定方法。

用上述方法编制的一致评级让你能够对以往与当前的评级进行比较,从而感知评级的趋势。例如,若你看到分析师上月对一只股票的评级为 2.2,本月是 1.8,说明分析师越来越看好该股了。

表 4-2 分析师对 Clayton Homes 公司一致预期为 2.0,即买进,尽管 6 名分析师中无人将该股评级定为买进。

表 4-2 分析师对 Clyton Yomes 公司一致预期表

经纪公司评级	
	本月
强烈建议买进	3
买进	0
持有	3
卖出	0
强烈建议卖出	0
平均值	2.0

在某些评级对应的数字上可能有所不同,但以下是我的经验之谈:

- 1.0～1.5:强烈建议买进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 1.6～2.4：买进
- 2.5～3.5：持有
- 3.6～5.0：卖出

评为强烈建议买进的股票一定比评为卖出的更好吗？

从理论上看，你可能认为买进那些评级定为强烈建议买进的股票就能赚钱，买进那些定为持有或卖出的就要赔钱。然而，几乎没有什么证据能够证明这种想法。

对这一问题的研究尚无定论。一些研究显示评为持有的股票表现好于强烈建议买进者，而其他人得出的结论则截然相反。强烈建议买进者的表现并不比评为卖出者好的一方面原因在于，分析师做出的买进评级远远多于卖出，况且分析师也会做出一些十分愚蠢的建议。

ADC Telecommunications 是一家电话宽带设备、有线电视和无线通讯系统制造商。一名分析师 2000 年 2 月时对该公司股票做了首次评级，当时电信设备类股仍在飙升，而此后不久就出现了狂跌，现在我来对他的评级情况进行追踪。这里我提到的分析师数据确凿，但我在提到他时使用了假名——分析师安迪(Andy Analyst)，因为他只不过是大约 20 名做出类似评级的分析师之一。

2000 年 2 月 7 日股价 17.25 美元(所有股价都经过股票分拆调整)

当安迪对 ADC 进行首次评级时，电信设备类股正炙手可热。他将该公司评级定为强于大盘，称 ADC 是"估值合理的投资对象，将从通讯服务供应商设备投入的增加中受益"。此后不久，他又将该股评级上调至买进。

2000 年 5 月 19 日 股价 29.16 美元

安迪在看到 ADC 第二季度的强劲业绩后，将该公司股票的目标价格上调至 38 美元，并称"该股当前股价是我们对其 2000 日历年度每股收益预期的 50 倍"，股价"低于当前和预期增长率"。真不可想象，一只股票以(按照当前财政年度预期计算)本益比 50 的价格转手，股价却偏低。

2000 年 8 月 18 日 股价 42.38 美元

这天，ADC 股价达到了顶峰。该公司宣布"业绩超出了公司的最高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预期，还突破了公司0.15美元的每股收益预期”。此后，安迪将其目标价格上调至55美元。他说：“ADC持续增长，增幅超过了25%～30%的历史水平。”

2000年10月6日 股价25.19美元

ADC股价下跌了40%，还有传闻称该公司有些客户可能破产。安迪针对这一情况发表了一篇报告，标题是“ADCT：近期的担忧过度了”，还强调，他最近刚刚上调了电信类股的预期资本支出。实际上，电信类股资本支出大多来自近期通过IPO筹资的新兴电信公司，而这些公司资金本已用光，且无法筹集更多了。

2000年11月29日 股价19.06美元

在ADC股价下跌了55%的情况下，安迪固执地维持了对该股买进的评级，称这是基于“又一次稳健的财务表现……略高于预期”。安迪并不担心ADC许多电信客户面临破产，因为他说“ADC认可了对2001财政年度的一致预期”。

2001年1月22日 股价14.25美元

尽管电信设备支出大幅下降的消息已广为传播，甚至在有报道称ADC表示“预计当前季度收益将较此前预期低约50%”后，安迪仍维持了对ADC的买进评级。

2001年2月16日 股价12.06美元

由于股价已较2000年8月的巅峰时下跌了70%以上，且较安迪对该股首次评级时下跌了30%，安迪终于撑不住了，将其评级下调至中性，而我们知道这意味着卖出。他的转变是什么原因造成的呢？此前一天安迪指出，ADC的竞争对手Nortel表示公司预计当前季度业绩将“大大低于目前的预期”。

我们从这个故事中吸取的教训是：要依靠自己而不是分析师来做出买进或卖出的决定。但不要对分析师敬而远之，你亦能从他们的评级中发掘有用的信息。

分析师的数量

追踪某只股票的每位分析师都供职于某家经纪公司或投资银行。一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家经纪公司可以雇用数以千计的股票经纪人，每个经纪人即使没有数百个、也有数十个的个人客户。因此，每位分析师的报告可能影响到数万的投资者。同样重要的是，分析师的研究报告会传到共同基金和其他大投资者手中。

要受到多少分析师的关注才算足够？大多数知名公司有 20 名至 35 名分析师跟踪。例如在 2002 年初，追踪思科系统(Cisco Systems)的分析师有 33 名，默克(Merck)26 名，美国在线时代华纳(AOL Time Warner)30 名，微软有 28 名。规模较小而业绩诱人的公司有分析师七八名至 15 名左右。例如，Chico's FAS 是一家增长迅速的女装店营运商，在我查看时，该公司有分析师 11 名跟踪。那些尚未受人注意的公司只有 1 名至 3 名分析师。

追踪股票的分析师人数具有重要参考意义，但对它的解释还有赖于你的洞察力。例如，价值型投资者寻找的正是那些被成长型投资者置之不理的股票。成长股投资者在市场上占大多数。在其他条件相同的情况下，分析师会关注那些市场关注的股票，对股价下跌的股票进行评级。因此，如果一只股票缺少分析师评级，说明该股正是潜在的价值型候选股。

然而，其他条件往往并不相同。有时，分析师持续对一只处境艰难的股票进行评级并不是因为投资者对该股感兴趣。投资银行家认为这些身处困境的公司可能不得不通过出售子公司、发行债券和向银行贷款等方式筹集资金，这样就会有大量的咨询费流入它们的腰包，因而在那些公司最糟糕的日子里持续提供评级。

正因为如此，2002 年 1 月时，像施乐(Xerox)和朗讯科技(Lucent Technologies)这样穷困潦倒的公司仍分别有 11 名和 29 名分析师评级。但如果对这些评级细加分析，仍可识别出哪些是失宠于市场的股票。拿朗讯来说，以下是 29 名分析师的评级：

- 强烈建议买进：3
- 买进：7
- 持有：17
- 卖出：2
- 强烈建议卖出：0

大多数分析师建议卖出该股(持有和卖出)，只有 3 人将其评为强烈建议买进。因此，尽管有 29 名分析师对其进行了评级，但对该股却没有多少热情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信心指数

分析师的评级对于你了解市场预期大有帮助。比如，如果 29 名分析师中有 20 名而不是只有 3 名将朗讯评为强烈建议买进，你可能就会对信息作出另一番解释了。

我根据自己的经验设计了一套方法，利用分析师评级或至少是预期来估测市场对股票的信心，将设计的计算结果称为信心指数。你在计算信心指数时，见到强烈建议买进的评级就加分，见到持有或卖出就减分。一般的买进评级不予计算。

信心指数

- 强烈建议买进：每见到一个加 1 分。
- 买进：不加分也不减分。
- 持有、卖出和强烈建议卖出：每见到一个减 1 分。

例如，分析师对一只股票的评级是三个强烈建议买进而没有其他评级，得分就是 3。如果三个强烈建议买进和三个买进，得分仍是 3，因为买进不加分。三个持有则分数为－3。如果一只股票三个评级为持有，一个为强烈建议卖出，则得分是－4。

如果得分为负，就意味着分析师对该股没有丝毫兴趣。得分在 9 或以上意味着对该股兴趣浓厚。

举个例子来看该指数是如何实际发挥作用的。1999 年 3 月时，Nortel 股价为 15 美元(所有价格都经过分拆调整)。对该股评级的分析师多达 26 人，但只有 7 人将其评为强烈建议买进，4 人评为持有，其余都是买进。因此，Nortel 的信心指数为 3。

1999 年 11 月，Nortel 的股价几乎翻了一倍，升至 29 美元。在对该股评级的 28 名分析师中，有 11 人将其评为强烈建议买进，两人评为持有，其余为买进。Nortel 的信心指数升至 9 这个相对较高值。

2000 年 4 月，Nortel 股价升至 59 美元，其信心指数升至 14。

2000 年 6 月，该股股价涨至 63 美元，其信心指数分数达到了 16 的最高点。

2000 年 7 月，Nortel 股价升至 71 美元，但信心指数回落至 13。

8 月时，该股股价达到了 82 美元的巅峰，而 2001 年 8 月则无情地跌到 5 美元。2002 年 1 月，其信心指数为－21，显然表明该股备受冷落。

我在前面一个例子中提到过另一家一度飞速上涨的公司 ADC Tele-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

com，让我们再来看看它的股票。我自 1999 年 6 月开始追踪该股，当时的股价是 12 美元，大大高于三年前的水平。当时 22 名分析师中有 10 人将该股评为强烈建议买进，5 人将其评为持有，因而该股的信心指数是 5。

到 1999 年 12 月，ADC 股价攀升了约 25%，信心指数升至 7。

2000 年 8 月，ADC 的信心指数达到了最高点 17，当月该股股价升至 41 美元。

到 2001 年 7 月，ADC 信心指数降至－6，股价跌至 6 美元，并一路下跌，到 2001 年 9 月跌至 3.5 美元的低点。

以下是我对该指数的应用建议。

价值型候选股

指数分数为负的股票当然是被打入冷宫的，这也就成了你的首选。得分在 0～2 表明该股人气低迷，也可能成为价值型投资者的选择对象。

成长型候选股

分数显著低于 0(如－4)，表明市场对该股信心非常低落，而这对成长股可不是好兆头。分数在 9 或更高反映出高风险，但并不意味着股票不会继续攀升，Nortel 的例子就证明了这一点。

分数在－2 和 8 之间是可接受的，但有证据初步显示，成长股分数较低，在 0～2，但比高分者具有更大的上行潜力。

设计信心指数的灵感

我设计该指数的灵感来自 CNET.com(investor.cnet.com)的评级。该评级是对每个强烈建议买进和买进加 1 分，每个持有减 2 分，卖出和强烈建议卖出减 6 分。与 CNET 测算方法的主要区别在于，我对买进不计算分数，对持有和卖出扣减相同的分数。CNET 将高分股作为有待买进的候选股，而在我的指数中，高分意味着风险。

分析师的预期

分析师对收益的一致预期是影响股价的最重要因素。一致预期的变化常常引起股价的急剧波动。你能在大多数大的财经网站上找到分析师的预期，但雅虎提供的数据多于其他网站，并将信息显示在同一个网页上，使信息的获取更为快捷方便。因此，我将利用雅虎的网页显示来讲解一致预期的使用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益增长预期

你可能认为收益增长的一致预期是在分析师原始预期基础上经过复杂的统计得到的，但实际上，这些在公布日决定股价走势命运的数字只是分析师个人预期的简单平均值。

比如，假若有四名分析师对一家公司发布预期，三人预计每股收益为1美元，另外一人认为只能达到盈亏平衡，即无收益。四人预期的平均值是0.75美元，尽管四人的预期中都未出现这个数字。

雅虎上显示公司的当前季度、下季度、当前财政年度和下一财政年度每股收益的一致预期（见表4-3，信息基于雅虎网站）。雅虎向你提供做出预期的分析师人数，最高和最低预期值，每个期间的上年同期每股收益。例如，12名分析师对Accredo Health截至2002年3月的一个季度每股收益预期在0.28～0.31美元，平均值即一致预期为0.30美元。Accredo宣布上年同期即2001年截至3月的一个季度每股收益为0.18美元。该公司截至6月的一个季度是财年最后一个季度。

表4-3 分析师对Accredo Health收益和收入的一致预期

	本季度（2002年3月）	下季度（2002年6月）	本年度（2002年6月）	下年度（2003年6月）
收益预期				
平均预期	0.30	0.30	1.09	1.59
分析师人数	12	12	12	11
最低预期	0.28	0.27	1.05	1.42
最高预期	0.31	0.38	1.15	1.90
上年EPS	0.18	0.18	0.66	1.09
收入预期				
平均预期（百万美元）	176	158	651	859
分析师人数	2	2	11	7
最低预期（百万美元）	176	154	594	735
最高预期（百万美元）	177	162	774	1400
上年销售收入（百万美元）	124	124	462	651
销售增长	41.9%	26.8%	40.9%	31.9%

说明：像这样从quote.yahoo.com中摘取数据，从下拉菜单中选择Research。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要注意的是，上年同期收益预期栏显示的数字往往与损益表上的收益不同，因为分析师通常为迎合公司而使用预估收益而不是按照公认会计准则计算出来的收益。

我们能从收益预期数据中获取大量信息。

预期之差

最高预期为 31 美分，最低为 28 美分，这样的分析师预期高低差距在当前季度数据中是很有代表性的。该公司截至 2002 年 6 月的一个季度和两个财政年度的最高最低预期数据差距更大，表明那些预期很可能随着时间的推移而趋于接近。大的差距（如 5 美分甚至更多）预示着业绩出乎预料的可能性很大。

每股收益增长

分析师预计截至 2002 年 6 月的一个财政年度，Accredo 的每股收益将增长 65 美分（1.09 美元 vs. 0.66 美元），下一财政年度还将增长 46 美分（1.59 美元 vs. 1.09 美元）。

成长型投资者应该关注收益至少较上年同期增长 15%以上的股票。Accredo 强劲的增长预期使其成为一只具吸引力的成长型候选股。

价值型候选股的收益增长预期很可能很低或为零。一致增长预期超过 5%表明预期相对较高。Accredo 收益增长预期强劲，因而不符合价值型候选股的要求。

每股收益预期的趋势

收益一致预期的趋势甚至比预期本身更为重要。

表 4-4 Accredo Health 的收益预期趋势

	本季度（2002 年 3 月）	下季度（2002 年 6 月）	本年度（2002 年 6 月）	下年度（2003 年 6 月）
EPS 趋势				
当前	0.30	0.30	1.09	1.59
7 天前	0.30	0.28	1.07	1.44
30 天前	0.30	0.28	1.07	1.44
60 天前	0.26	0.27	0.99	1.28
90 天前	0.25	0.24	0.93	1.16

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表中显示的预期趋势，是当前对一个时期如当前财政年度与一个月、两个月和三个月前预期数据的对比。数据上升的预期趋势表明，分析师对公司前景日益感到乐观，收益也有可能出现意外惊喜。如果呈相反趋势，收益预期就可能进一步下调，且实际收益也可能低于预期。

价值型候选股

最佳的价值型候选股每股收益预期呈持平或下降趋势。若预期逐渐增长，预示着投资者信心在增加，表明该股大概不适合价值型投资者了。

成长型候选股

每股收益预期增长持平或呈上升趋势，表明该股为成长型候选股，而成长型投资者应避免买进每股收益预期趋于下降的股票。

雅虎的 EPS Trend 报告（见表 4-4 中的数据）显示的，是两个季度和两个财政年度过去 90 天内一致预期数据的比较。对财政年度的数据应最为关注，因为季度业绩常常因短期内诸多因素而产生波动。0.01 美元的变化忽略不计。

分析师始终在不断提高对 Accredo 的预期。该公司收益预期大量而持续的增长趋势比你所能找到的大多数公司更为显著，从而进一步证实了它是一只强劲的成长型候选股。

连锁店 99 CENTS Only Stores 的一致预期趋势（表 4-5）更具代表性。

表 4-5 99 CENTS Only Stores 的一致预期趋势。

	本季度（2002 年 3 月）	下季度（2002 年 6 月）	本年度（2002 年 6 月）	下年度（2003 年 6 月）
EPS 趋势				
当前	0.23	0.25	1.11	1.34
7 天前	0.23	0.25	1.11	1.34
30 天前	0.22	0.25	1.10	1.30
60 天前	0.22	0.25	1.10	1.30
90 天前	0.23	0.25	1.11	1.32

在过去三个月里，99 CENTS Only Stores 当前财政年度预期几乎没有变化，下一财政年度预期也只提高了 2 美分。该公司平平的每股收益预期趋势表明分析师对该股热情不如 Accredo，但这并不构成将其排除

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在成长型候选股之外的因素，同时表明该股也具备入选价值型股票的资格。

InFocus 的收益预期趋势（表 4-6）就更令人悲观了。该公司收益预期一直稳步下降，两个财政年度预期也均较 90 天前大幅下降。InFocus 的不利预期趋势是分析师进一步下调预期的警报，同时还可能意味着收益将低于预期。

表 4-6 InFocus 的收益一致预期趋势

	本季度（2002 年 3 月）	下季度（2002 年 6 月）	本年度（2002 年 6 月）	下年度（2003 年 6 月）
EPS 趋势				
当前	0.15	0.19	0.90	1.25
7 天前	0.15	0.19	0.91	1.25
30 天前	0.11	0.19	0.91	1.25
60 天前	0.24	0.27	1.17	1.37
90 天前	0.25	0.27	1.18	1.42

长期收益增长

许多分析师当然会对公司的长期（通常是 5 年）平均年度收益增长作出预期。这些预期是平均值，并在许多网站上发布。公司的长期一致增长预期即是 PEG（一种受许多投资者欢迎的估价方法，见本书第五章）中的 G。尽管受到广泛关注，但长期增长预期并不精确（PEG 是股票 P/E 除以预期收益增长所得比率的缩写词）。

想想看，你曾听说过有人会看过了某个分析师的长期增长预期，（比如微软公司过去 5 年的预期）之后将其与实际情况作比较吗？我也不会！

尽管如此，长期一致增长预期还是起到了衡量指标的作用。高的平均年度增长预期反映高的期望值，反之亦然。在过去几年中，标准普尔 500 指数成分股的年收益增长预期平均值在 15%。以这一比率为基础，年增长预期低于 10% 则可说明低于平均水平，或者说低于预期，高于 20% 则表明高于预期。

长期增长预期在 10% 或以下，表明该股是价值型候选股。成长型投资者则应专心寻找那些长期增长预期至少在 15% 的公司股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益高于或低于预期

分析师一致预期与公司公布的收益之间可能存在差异。实际公布的收益可能低于预期，也可能高于预期。

收益中与预期不一致的部分通常是按美分计算的，如“较预期高出 2 美分”。若不出现其他重于一切的影响因素，任何幅度的低于预期都会拖低股价，并且常常是大幅拖低。大多数公司通常会宣布较预期高出 1 美分～2 美分，因而这算不上什么意外惊喜，不会对股价造成多少影响。

若超出预期 4 美分～5 美分或更多往往会推高股价，尽管推高的幅度不像低于预期拖低股价的幅度那么显著。但如果大大高于预期（如超出 10 美分），就会产生显著效果。令人奇怪的是，超出预期的比率并不像数字本身那么重要。若收益较预期低 4 美分，比如一家公司宣布收益为 4.04 美元而不是预期中的 4.08 美元，其影响与一家公司宣布 0.08 美元而不是 0.12 美元的影响基本相同。

尽管股价会对“出乎意料”做出迅速反应，但重大的惊喜或不利消息可产生更长久的影响，因为这样的消息会迫使分析师对今年几个季度的收益预期做出重新评估。比如，在每次业绩超过预期后，分析师几乎总要上调预期。

尽管市场对股票每股收益的“惊喜”数字做出的反应大于对百分比的反应，但一些投资者相信，在业绩高于预期时，高出的百分比的确预示着今后的股价走势。这就是说，意外增长百分比高的公司股票比百分比低者攀升幅度更大。

以历史业绩记录为鉴

你在大多网站上都能看到公司出现高于或低于预期情况的历史记录。雅虎提供了过去四个季度内分析师对公司收益的预期、实际公布的收益高于或低于预期的数字和百分比。

这里是 Mylan Laboratories 过去截至 2002 年 2 月四个季度内实际业绩不同于预期情况按时间的排列：+0.02，+0.09，+0.09，+0.06。

从数据上看，至少在过去一年里，Mylan 公布的业绩一直高于预期。如果做进一步研究，可能会产生不同意见，但仅从“意外”的历史记录上推断，在公布截至 2002 年 3 月的业绩时 Mylan 将再传捷报。

另一方面，意外低于预期则预示着风险。股市风云变幻莫测，但收益持续低于预期者再次公布不利消息的可能性大于一般公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成长型与价值型

一些研究表明，在同样公布差于预期业绩的情况下，成长股跌幅大于价值型股票。这种现象是符合逻辑的，因为市场对成长股的期望值较高，而对价值型股票的预期则较低。因而对价值型股票来说，由于大多数市场人士本没有看好，低于预期的结果并不令人感到意外。相反，成长股投资者预期他们所选择的股票会出现意外惊喜，因此低于预期就真的出乎意料了。

研究人员对于高于预期收益结果的意见存在分歧。一些研究显示，成长股在业绩高于预期时表现好于价值型股票，其他研究者则得出了相反的结论。

销售收入预期

分析师发布的收益预期并非空穴来风，尽管有时候看上去似乎依据不足。实际上，他们会建立复杂的收益模型，从销售收入开始，之后演绎出预期费用，直至得出收益预期。

多年来，收益预期数据一直是可以获取的，但用来得出收益预期的销售收入(收入)预期数据却不易获取。2001 年，当雅虎将收入一致预期添加到"Research"网页中后，这种状况已有所改观。销售收入预期的公布是一项重大突破，但直至今日，许多投资者还尚未注意到这一点。

在分析成长型公司时，一致销售收入预期最为重要。成长股投资者往往没有意识到，公司的近期收益增长是受大型收购或其他一次性事件推动，想再次出现同样的增长就困难了。查看销售收入预期能使你注意到这种情况。在没有发生上述情况时，销售收入放缓的预期则成为一度迅速增长的业绩将要减缓的第一条线索。

表 4-7 Mentor Corporation 的销售收入预期

	本季度(2002 年 3 月)	下季度(2002 年 6 月)	本年度(2002 年 3 月)	下年度(2003 年 3 月)
收益预期				
预期平均值	0.47	0.47	1.63	1.86
分析师人数	4	4	4	4
最低预期	0.44	0.45	1.57	1.80
最高预期	0.48	0.49	1.65	1.90
上年 EPS	0.43	0.42	1.40	1.63

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	本季度（2002年3月）	下季度（2002年6月）	本年度（2002年3月）	下年度（2003年3月）
收入预期				
预期平均值（百万美元）	87	90	323	364
分析师人数	2	1	1	1
最低预期（百万美元）	87	90	323	364
最高预期（百万美元）	88	90	323	364
上年销售收入（百万美元）	79	81	269	323
销售增长	11.0%	11.5%	20.2%	12.6%

这一点从 Mentor Corporation 截至 2002 年 3 月和 6 月季度的销售预期（表 4-7）就可以看出。在截至 2002 年 3 月的一个季度以前，该公司年销售增长分别为 20%，22%和 28%，但在截至 2002 年 3 月和 6 月的季度，分析师的预期增幅仅在 11%左右。

对收入增长的分析详见本书第十一和第十二章。

公正披露的监管原则

2000 年 10 月，SEC 颁布了称为公正披露监管原则（Regulation FD）的新规定，宣布不完整披露有实质影响的财务信息均为非法行为。在此规定颁布前，公司定期向知名分析师披露重要信息，如业绩是否将实现、突破或低于预期等。其他分析师晚些时候将得到同样的消息，但个人投资者却被蒙在鼓里。

公正披露原则的颁布结束了这种局面。如今，大多数公司会通过发布新闻稿、召开新闻发布会或二者并用的方法，同时向公众公开披露业绩参考信息。由于所有分析师同时得到同样的消息，一致预期也能迅速得以更新。因此，业绩参考数据对股价的影响程度与高于或低于预期的消息不相上下。然而据我所知，没有人像追踪不同于预期的业绩那样追踪管理层业绩参考信息的变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究报告

我可能不会因分析师的强烈建议而买进或卖出股票，但我仍会积极阅读他们的研究报告。有些报告中没什么实质内容，但还有很多包含着关于公司的重要信息，如商业计划、面临的问题以及分析师对竞争和行业趋势的观点等，这些信息都极具价值，如果你自己研究则需要花费几天时间。

另外通过阅读研究报告，你常常可以判断出买进的评级就意味着卖出。比如在 2001 年 6 月底，投资银行里昂信贷(Credit Lyonnais)重申了对世界电讯的增持评级，当时该股股价在 9 美元左右，但同时将其目标价格从 25 美元下调至 12 美元。再比如，荷兰银行(ABN Amro)2001 年 8 月中旬宣布降低对微软 2002 年和 2003 年的收入和收益预期，但重申了对该公司股票增持的评级。无论是降低目标价格还是下调收益预期，都表明分析师对该公司的期望值有所下降，而这就意味着建议卖出。

Multex Investor 提供数十家经纪公司的研究报告。有些报告是免费的，只须注册，就可获得在发布报告的公司 30 天免费试用。但大多数报告是用来卖钱的，每份价格在 10 美元到 75 美元不等。按照这样的价格，如果你要对许多公司进行研究，就要花上一大笔钱。然而，许多经纪公司网站向其客户免费提供研究报告。我建议你先从自己开户经纪公司提供的信息入手，甚至还可考虑在另一家经纪公司开户，以便获得更多的免费信息。

小结

照搬分析师的买进/卖出建议不会有多好的收效，但他们的建议和预期提供了市场对股票关心程度方面的信息，并有助于你判断股票属于成长型还是价值型。另外，分析师的研究报告可协助你了解公司业务和它在竞争中所处的地位，并常常会揭示出分析师对一家公司前景的真实态度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章　分析工具二：估价

一只股票值多少钱？要是我们能够知道，在股市上赚钱早就易如反掌了。我们所能做的，只是买进那些当前交易价格低于价值的股票，之后等待股价上涨到“与价值相符的价格”。这当然没那么容易。除非支付一定的股息，否则除了另一名投资者买进时愿意支付的价格外，股票没有价值可言。

目前使用中的股票估价方法多如牛毛，其中许多是在股票高额派息后产生的。最初，这些方法通过将预期中的股息折合成当前价值来对股票进行估价。这种做法不无道理，但随着时间的推移，股息不再显得那么重要了，现在大多数投资者买进股票考虑的是资本增值，在对股票进行估价时已不将派息作为考虑的因素。你大概认为，鉴于这种转变，分析师大概已经找到了股票估价的新方法。其中许多的确如此，但还有很多其他分析师只是将股息替换成了收益预期或现金流，还在沿用先前的公式。从学术的角度看，这样做是讲得通的，但我怀疑是否有人愿意以按照上述方法计算出的价格购买股票。

实际上，当今市场上的股票是以投资者所愿意支付的任何价格成交的。贪欲、兴奋、担忧、期望和热情都决定着如今股票的价值，而这些因素是不可能量化的。你所能做的，是衡量股价中反映出的市场预期的合理程度。在本章中将以两种方法来进行这项工作。

- 根据隐含增长率进行估价。
- 以价格增长合理性进行估价。

第一种方法即确定股票当前报价所反映出的收益增长率。尽管这种方法被许多专业人士采用，但大多数个人投资者对它却一无所知。第二种即以合理价格增长（简称 GARP），只适用于成长股，是专业和非专业投资者应用最广泛的估价方法。毫无疑问，这样的现实情况有助于解释为何许多人在 2000 年、2001 年的科技股崩盘中酿成大错。

在阅读了本章后，所有明智的投资者无疑都会成为隐含增长率估价法的坚决拥护者。然而，该种方法只是当今真实情况的一种反映。要弄清日后的变动，你还必须计算目标价格（见本书第六章）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

隐含增长

本杰明·格雷厄姆(Benjamin Graham)有时被人称为价值型投资之父，他与大卫·多德(David Dodd)合著的《证券分析》(Security Analysis)(1934年出版)是关于基本面分析的早期著作，书中提出了一套实际而便于计算的公式，用来估测成长股的内在价值。看到下面的代数公式不必头疼，将它放在这里只是为了说明我们的结论。最后，你要做的只是看一下表5-1中的隐含增长比率。格雷厄姆和多德的内在价值公式如下：

内在价值＝EPS×[8.5＋(2×预期年收益增长率)]
(EPS是连续12个月的每股收益)

用文字解释出来就是说，格雷厄姆认为一家公司的内在价值是最近年收益乘以8.5加上预期年收益增长率的两倍。

后来，格雷厄姆对公式进行了修改，将股票估价与现行利率呈反方向变化的观点计入了公式。也就是说，在利率低时股价倾向于走高。他用AAA级(最高等级)公司债券利率替代了现行利率。在他最初设计该公式时，AAA级公司债券利率约在4.4%，因此他将公式修改成：

内在价值＝EPS×(4.4/AAA)×[8.5＋(2×预期年收益增长率)]
(公式里的AAA是指AAA级公司债券的当前收益率)

例如，如果一家公司最新公布的每股收益为1美元，债券收益率为7.2%，分析师预计今后五年的年平均增长率为20美分，则内在价值为：

内在价值＝1.00美元×(4.4 / 7.2)×[8.5＋(2×20)]
＝29.64美元

2001年11月的公司债券收益率为7.2%，按此计算，股票的内在价值是29.64美元。

格雷厄姆的内在价值计算本身是很有趣的，但由于要依赖分析师的长期收益增长预期，所以没有多大实用价值。尽管分析师力争精确预测公司当前季度收益，但他们毫无疑问会以当前季度业绩为基础修正下一季度预期。因此，他们的长期增长预期很可能不着边际。

然而，以另一种方式运用格雷厄姆的公式可能非常有效。如果你用当前股价替换内在价值，用预期增长替换隐含收益增长，将会得到如下结果：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

隐含增长率＝P/E(AAA/8.8)－4.25

隐含增长是公司可能实现，用以支持当前 P/E 合理性的长期年平均收益增长。

为加深理解，假设当前 AAA 级公司债券收益率是 8.8%。代入使公式简化如下：

隐含增长率＝P/E－4.25

例如，按照简化后的公式计算，P/E 为 50 表明年平均收益增长率为 46%。

根据格雷厄姆的公式，与某个特定 P/E 相对应的收益增长率走向与公司债券收益率是一致的。比如说，如果利率下降，市场将推动 P/E 走高。表 5-1 体现了这一变化规律，你可从中查看与你股票 P/E 相对应的长期年平均增长率。

表 5-1 AAA 公司债券利率不同情况下的隐含 EPS 年增长率。

P/E	6%	7%	8.8%
10	2%	4%	6%
15	6%	8%	11%
20	9%	12%	16%
25	13%	16%	21%
30	16%	19%	26%
35	19%	23%	31%
40	23%	27%	36%
50	30%	35%	46%
60	37%	43%	56%
80	50%	59%	76%
100	68%	75	96%

当前 AAA 级公司债券利率可在 www.neatideas.com/aaa-bonds.htm 上查到。

在 1998 年、1999 年的科技股鼎盛时期，大多数科技股的 P/E 比率远远高于 50。比如，思科系统用 2000 年财政年度收益和 2000 年 7 月 30 日股票收盘价计算出的 P/E 为 175，在该表中没有体现出来。从表 5-1 中可以看出，P/E 为 100 表明市场预期收益增长在 68%～96%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

怎样才是合理的预期年收益增长率？我们在这里看一些知名的高科技股。我将从销售增长讲起，因为它才是最终决定收益增长的因素。表5-2显示了每家公司过去五年及在此之前五年的平均年销售额增长。表5-3是这些销售额增长转换成收益增长的情况。

表 5-2 年平均销售额增长

公司	过去五年	再以前的五年
微软	23%	38%
思科	19%	86%
高通	27%	55%
Sun 电子计算机	21%	16%
IBM	4%	1%
戴尔	43%	57%
英特尔	16%	33%

说明：增长率是2001年12月1日获取到的最新的财政年度数据。

表 5-3 年平均收益增长

公司	过去五年	再以前的五年
微软	25%	38%
思科	24%*	72%
高通	119%*	losses
Sun 电子计算机	12%	21%
IBM	20%	-8%
戴尔	57%	43%
英特尔	25%	38%

说明：增长率是2001年12月1日获取的最新财政年度数据。

* 2001财政年度不包括在内，因为该公司EPS为负。在这种情况下，增长数据为截至2000财政年度四年中的增长数据。

这些公司中大多数最近五年增长都较此前五年有所放缓。对收益增长预期的看法你可以得出自己的结论，而在我看来，20%～30%的年增长率是对成熟科技公司比较现实的预期，对较为年轻的公司来说，合理的预期比率在30%～40%。

你可以在财经预数据测中心（Financial Forecast Center,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

www.neatideas.com/aaabonds.htm)上查看当前的 AAA 公司债券收益率。今后你将采用怎样的公司债券收益率呢？还是以历史数据为参照吧。表 5-4 显示了追溯到 20 年代的历史数据区间。你可以得出自己的结论，但在我看来，除去通货膨胀失控的一段时间以外，利率很可能在 6%～9%的区间内徘徊。

表 5-4 历史上 AAA 债券利率

年度	最低	最高
1920～1929	4.6%	6.4%
1930～1939	2.9%	5.2%
1940～1949	2.5%	3.0%
1950～1959	2.6%	4.6%
1960～1969	4.2%	7.7%
1970～1979	7.1%	10.8%
1980～1989	8.4%	15.5%
1990～1994	6.7%	9.6%
1995～1999	6.2%	8.5%
2000～2001	7.0%	8.0%

* 资料来源：穆迪通过财经数据预测中心(www.neatideas.com)获取。

表 5-1 向你提供了股票 P/E 中隐含的收益增长率。隐含增长率是否合理你可以自己判断，但运用一些人们已达成的共识会大有帮助。

比如说，你是一名价值型投资者，正在考察一只隐含年收益增长率为 5%的候选股。假定你认为该公司在走出当前的困境后年收益增长率将在 10%～20%。目前，你不关心市场对其进行估价时会按照 10%还是 20%考虑，因为无论哪种情况都高于当前估值。

另一方面，若你是一名成长股投资者，关注着一只年收益增长可望达到 50%的热门股。若将 50%的增长预期考虑在内，却只实现了 40%，股价会怎样呢？

以合理价格实现增长

许多成长型投资者不会为股票估价的微妙性而操心。他们坚持“简单”的哲学。在他们看来，估价就可以归结为收益和收益增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些投资者在股价和预期收益增长之间寻求平衡。他们尤其希望买进那些以合理价格实现增长的成长股。合理的价格取决于股票 P/E 与公司预期年收益增长率之比。

PEG 与合理价值

当一只股票 P/E 与其增长率相等时，就称其股价是合理的；当 P/E 低于预期增长时称其价值被低估，高于预期增长就称价值被高估。例如，如果预计一家公司年收益增长率在 25%，P/E 为 25，股价就是合理的。当 P/E 低于 25，就是价值被低估；高于 25，就称其价值被高估。

PEG 是股票 P/E 除以预期收益增长所得比率的字首缩写词。

$$PEG=\frac{P/E}{\text{预期年度 EPS 增长}}$$

PEG 为 1，表示价格合理；低于 1 表明价值被低估，高于 1 表明价值被高估。

将 P/E 与增长率相等定义为价格合理，大概是基于数学上追求和谐统一的原则，但我从未找到过这种定义的依据。或许只是因为这个概念被人们广泛使用，从而具有了合理性吧。

大多数市场人士会根据市场行情对合理价格的定义作出调整。1998 年～1999 年间，市场上几乎没有股票在 PEG 低于 2 的情况下成交，因而成长股投资者将合理价格的定义从 PEG 为 1 调整至为 2(P/E 等于收益增长预期的两倍)。这种做法并不像听起来那么可笑。P/E 最终衡量的是市场对一只股票的热情程度，而大多数股票在牛市上价值都被高估。

尽管定义听起来十分明确，但 PEG 的计算标准并不是固定的。全球标准统一的惟一因素是 P，即以最新收盘价计算。

P/E 中的 E

人们一致认为 P/E 中的 E 是 12 个月收益，但是怎样的 12 个月，怎样的收益？有人使用最后四个季度的收益，恪守公认会计准则(GAAP)，其他人则更喜欢使用预估收益。预估收益受到许多公布业绩的公司及其分析师的青睐，因为它对多种支出忽略不计，因而高于按照 GAAP 计算出来的收益。然而，大多数分析师及许多投资经理却对当前年度的分析师一致预期收益情有独钟。由于我们所讨论的是成长股，预期收益高于历史收益，因而导致了 P/E 值的降低。另外，由于分析师公布的总是预期预估收益，使用预期收益来计算就避免了 GAAP 与预估之争。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预估收益

一些公司在季度报告中强调预估收益而不是按照GAAP计算出的收益。预估收益的计算中忽略了公布业绩公司认为不代表其营运状况的某些成本。对于在预估收益中应当或不应包括哪些费用，没有统一的界定，取决于公布业绩公司的判断。

增长率

收益增长率即PEG中的G，它可以是公司历史记录上的长期收益增长，但大多数市场人士使用分析师一致预期增长。在这一点上同样存在探讨的空间。一些从业者使用分析师的五年平均预期年收益增长，其他人则喜欢使用当前或下个财政年度的预期收益增长。

我所采访的成长股投资经理和分析师使用PEG对股票进行估价，因为尽管不十分准确，但也够接近了。他们表示在计算PEG时没有精确到保留小数。如果P/E是20，预期收益增长是40%，股票价值就被低估了。即使公司收益增长是30%而不是40%，这种推理也仍然成立。

现实收益增长预期

成功的成长型公司早年常常表现出超乎寻常的收益增长。销售收入飞速上升，但更要注意到的是，许多公司已接近盈亏平衡点，毛利润也开始超出固定成本。随着收入的增长，毛利润从较高点下降到盈亏平衡底线，推动收益以快于销售额的速度增长。

最终，销售收入增长放缓到接近所处行业的一般水平。这个过程具体所需时间因公司而异，但据我的经验，这种情况的发生比大多数分析师预期的要早。

一旦公司度过了最初的增长起跑期，尽管每个季度收益增长幅度有所不同，但其趋势就向销售收入增长水平靠拢了。造成这种现象的原因是，公司只能通过提高利润率实现快于销售收入的收益增长，而利润率增长的机会随着时间的推移而逐渐衰弱。这说明，对最好的公司，也只能期望年收益增长超过目前销售收入增幅的10%～20%。这意味着一家运营良好的公司在销售收入仅增长20%的情况下，大概能实现22%～24%的年收益增长。

表5-5显示了几个代表性行业的历史长期销售额增长率。实力最强的公司通过从较弱竞争对手手中夺取市场占有率的方法超越了行业平均水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-5 历史年平均销售增长

行业	平均年度长期销售增长
广告	9%
服装	7%
银行	0%
生物科技	17%
制药	11%
教育服务	16%
食品加工	7%
杂货	5%
保健信息系统	18%
住宅建筑	11%
酒店/赌场	13%
家用产品	12%
人寿保险	0%
医疗服务	14%
办公设备	9%
餐饮	12%
零售店	10%
证券经纪	16%
半导体设备	13%
半导体	8%
软件	14%
电信设备	10%
无线网络	15%

用 ROE 估测最高增长

许多分析师认为股权回报率(ROE)代表了一家公司的最高收益增长率。这种观念从数学角度看是成立的，且我们将在本书第十一章中加以充分探讨。但是，这一观念的前提是假定公司利润率不会上升，也不会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过借款或发售更多股票额外筹集资金。

尽管公司高的 ROE 令人向往，但许多公司的确设法提高了利润率并筹集了更多资金，且 ROE 在实际应用中能否有效表示公司的最高年收益增长率仍不得而知。

派息

这里所讲的估价公式中未将派息的因素考虑在内。在大多数情况下不必考虑，因为高额派息的公司相对寥寥无几。然而也有一些公司的确做到了，这时候，在对股票进行估价时应将股息支出考虑进去。要估算股息为股票增加的价值，一种方法是用年度派息数除以 AAA 级公司债券利率。比如，假若一家公司年度派息 1.00 美元，公司债券利率是 7%，股息为股票增加的价值就是 14.28 美元(1.00/0.07 美元)。这个公式假定股息会在同一水平上无限地持续分配。如果股息随时间的推移而增长，提高股票估值就顺理成章了。

小结

市场分析师在建议我们买进他们青睐的股票时，十有八九会忽略当前股价中隐含的收益增长预期，但你可以自己检验分析师股票评级的合理性。只要上网查看当前 AAA 公司债券利率，在表 5-1 中找出股票P/E中隐含的增长率就可以了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章　分析工具三：确立目标价格

许多专业投资经理会在买入股票计算目标价格，即计算在不出什么意外的情况下他们期望以什么样的价格卖出。目标价格表示了潜在的投资收益，且如果潜在投资收益高到值得冒风险的程度，他们就不会买入。

计算目标价格不同于确定股票当前股价的合理程度(见本书第五章)，而是对股票未来某段时间的预告。这个未来时间的长短取决于你的目标和投资风格。价值型投资者通常分析处境艰难的公司，而他们并不知道这些候选公司何时能恢复元气，因此展望未来 3 年～5 年的前景是必要的。成长股投资者所需展望的时间要短些，只须展望 12 个月～18 个月，通常到下个财政年度末就足够了。

目标价格法的好处就在于，时间跨度在计算中并不十分重要。你目标价格的准确性取决于假设的准确性，而不是时间跨度。一旦你理解了这个过程，就可以改变这个时间跨度，以适应自己的需要了。

为什么设定目标价格很重要呢？我们来看一个例子。假如你在分析两只股票，两家公司业务相似，且当前股价都在 30 美元。

假设你在对其他相关因素加以分析之后，发现如果一切正常，从现在开始两年后股票 A 的股价将在 35 美元～40 美元，股票 B 在 60 美元～70 美元。当然，你的分析可能是错误的，事态发展也可能与设想不符，但考虑到这一分析结果，大多数人会认为 B 股投资前景更为光明。

不同于其他估价方法，计算目标价格不需要分析师的收益预期，但若能取得销售收入的一致预期，将会大有帮助。

计算过程

由于要依赖历史业绩，目标价格法用于分析在一个行业中生存了较长时间的公司最为有效。这个时间必须长到足以积聚大量历史数据，至少要有七八年。

设定目标价格需要七步。别嫌麻烦，整个计算过程在不到 10 分钟内即可完成。

1. 预测目标年度的销售收入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 预测目标年度利润率。

3. 计算目标年度净利润，方法是将销售收入预期（第一步）与预期利润率（第二步）相乘。

4. 预测到目标年度末时的已发行股数。

5. 预测目标年度 EPS，方法是用预期净利润（第三步）除以预测出的已发行股数（第四步）。

6. 预测在目标年度业绩公布时可能出现的最高和最低 P/E。

7. 计算最高和最低目标价格，方法是用预期 EPS（第五步）乘以预期的最高和最低 P/E（第六步）。

我将通过计算制药公司 Alpharma2005 年初的目标价格来讲解这一过程。届时，Alpharma 的 2004 财政年度业绩应该已经公布过了。我在 2002 年 4 月写下这一章，也就是说，计算的目标价格是将近三年之后的。Alpharma 曾经稳步增长，但在 2001 年时作出了一些错误决策，挫伤了股价，使其成为潜在的价值型候选股。

进行这项分析最好使用财政年度数据。MSN Money 是最理想的数据来源，因为在其“Financial Statement”和“Key Ratio 10-Year Summary”中列有过去 10 年的销售收入、利润率、已发行股和 P/E 数据。图 6-1 中显示了 MSN Money 上 Alpharma 公司的 Key Ratio 10-Year Summary 报告。

1. 预测目标年度销售收入

你手边有助于预测目标年度销售收入的信息来源有两种：(1) MSN Money，其 10-Year Summary 列出了过去 10 年的年度销售收入。(2) 雅虎的 Research 报告，它提供了分析师对当前和下一财政年度的一致销售收入预期。

你可以单独用 10 年销售收入历史记录来预测未来销售增长，或使用一致销售预期，也可二者同时使用。

方法的选择要视情况而定。如果你只关注未来一年上下的情况，雅虎的一致预期往往是你的最佳选择；如果你要展望更长时间，通常最好二者并用。在具体情景下常常有例外出现，如在本章后面所举的思科的例子，这时就要靠常识来判断了。

为了说明这一过程，我将单独利用 10 年历史销售记录对 Alpharma 的 2004 年销售情况作出预期，之后再结合销售收入的一致预期进行预测。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	Avg P/E	Price/Sales	Price/Book	Net Profit Margin (%)
12/01	NA	1.20	1.32	-3.7
12/00	31.60	1.43	1.52	6.6
12/99	25.30	1.57	3.29	5.3
12/98	30.40	1.58	3.56	4.0
12/97	23.20	1.10	2.31	3.5
12/96	NA	0.65	1.71	-2.4
12/95	24.90	1.09	2.76	3.6
12/94	NA	0.93	2.41	-0.4
12/93	44.80	0.89	1.63	2.5
12/92	36.30	1.88	3.02	3.9

	Book Value/Share	Debt/Equity	Return on Equity (%)	Return on Assets (%)	Interest Coverage
12/01	20.11	1.16	NA	-1.5	0.2
12/00	28.84	0.59	7.1	3.8	2.9
12/99	9.36	1.67	11.2	3.4	2.6
12/98	9.91	1.60	9.1	2.7	2.5
12/97	9.41	0.94	7.3	2.8	2.5
12/96	8.55	1.26	NA	-1.9	0.2
12/95	9.47	1.07	9.2	3.0	2.4
12/94	8.40	1.21	NA	-0.3	1.1
12/93	8.58	0.44	4.7	2.0	3.2
12/92	8.57	0.40	8.8	4.4	2.7

图 6-1 MSN Money 对 Alpharma 的“10-Year Financial Summary”

说明：从 MSN 的主页上获取股票报价，之后选择“Research”栏下的财务业绩“Financial Results”，单击关键比率“Key Ratios”。同时，你还需要上面的 10-Year Financial Summary 报告。单击“Statements”，再选择财务报表“Financial Statement”下拉菜单中的“10-Year Financial Summary”。

• **使用历史销售记录**

MSN Money 上列出了 Alpharma 从 1992 年开始的销售收入，见表 6-1。

除 1996 年外，Alpharma 的销售收入每年都有所增长。1999 年增长了约 1.37 亿美元，2000 年又增长了 1.77 亿美元，但在 2001 年栽了跟头。陷入困境前的几年大概是对未来增长的最好预报数据，因此我将 1999 年和 2000 年两年的销售数字加以平均，得到 1.57 亿美元。保守起见，我将数字调整到 1.5 亿美元，将该数字视为 Alpharma 最有代表性的(一般)年销售收入增长额。

我认为，Alpharma 在 2002 年很可能紧缩开支并进行重组，在 2003 年前不大可能显著增长。因此，我预计该公司 2002 年销售收入为 9.75 亿美元，之后在 2003 年和 2004 年每年增长 1.5 亿美元，这样到 2004 年，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

销售收入将达到 12.75 亿美元。

表 6-1 MSN Money 的 10-Year Financial Summary Report 中所显示的 Alpharma 历史销售收入记录

财政年度	销售收入(百万美元)
12/2001	975.1
12/2000	919.5
12/1999	742.2
12/1998	604.6
12/1997	500.3
12/1996	486.2
12/1995	520.9
12/1994	469.3
12/1993	338.2
12/1992	295.1

- **加入收入预期**

再来看看雅虎的“Research”报告(访问 quote.yahoo.com,之后选择“Research”)上对 Alpharma 收入的一致预期。根据雅虎提供的数据,分析师预计该公司 2002 年销售收入为 11 亿美元,大大高于我估算的 9.75 亿美元。对 2003 年的预期为 13.7 亿美元,也比我预测的高出 1.95 亿美元。雅虎上的预期只有当前和下一财政年度,因此我将自己得出的 1.5 亿美元年销售增长预期与分析师对 2003 年的预期数字相加,得出 2004 年销售收入预期数字最高为 15.2 亿美元。

在对 Alpharma 的最新消息的研究中,我发现分析师 2002 年的一致销售预期是在该公司自己的预期基础上得出的。假定该公司管理层过于乐观而我过于悲观,将我预期的 12.75 亿美元和分析师预期的 15.2 亿美元平均,则 2004 财政年度预期销售收入为 14 亿美元(四舍五入后的值)。

2. 估算净利润率

查看公司的历史记录是估测一家公司净利润率(净利润除以销售收入)的最佳途径。表 6-2 对 Alpharma 的利润率历史记录作了总结。在 1997 年前利润率变化无常,之后从 1997 年的 3.5%开始稳步上升,到 2000 年升至 6.6%,2001 年又出现亏损。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6-2 Alpharma 净利润率历史记录

财政年度	净利润率(%)
12/2001	—3.7
12/2000	6.6
12/1999	5.3
12/1998	4.0
12/1997	3.5
12/1996	—2.4
12/1995	3.6
12/1994	—0.4
12/1993	2.5
12/1992	3.9

价值型投资者在预测目标价格时常常会跳过像 Alpharma 在 2001 年这样业绩倒退的年度，展望公司复苏后的目标价格。

考虑到 2001 年业绩的倒退，我估计该公司 2002 年利润率状况仍将令人失望，但 2003 年将开始恢复，2004 年能回升至历史水平。我预计该公司 2004 年利润率至少应达到 1999 年时 5.3%这一水平，并用该数字预测 2004 年的利润率。

3. 计算净利润

净利润是销售收入乘以利润率。我已预测出 Alpharma2004 年的销售收入和利润率，将二者相乘就得出了该公司 2004 年的预期净利润。

净利润＝销售收入×利润率

2004 年净利润—14 亿美元×5.3% ＝7 420 万美元

Alpharma 的 2004 年预期净利润为 7 420 万美元

4. 估算已发行股

大多数公司的已发行股会逐年增加，因为公司要通过发行股票筹集资金，进行收购或向员工提供股票期权。你可以使用 MSN Money“10-year Financial Summary”中的 10 年已发行股历史数据，估算已发行股的历史年增长，进而预测出你的目标年度末已发行股数，在本例中即 2004 年末的已发行股数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6-3 MSN Money 列出了 Alpharma 每个财政年度末的已发行股数

财政年度	已发行股数量(百万股)
12/2001	44.3
12/2000	29.9
12/1999	37.9
12/1998	27.0
12/1997	25.3
12/1996	21.8
12/1995	21.7
12/1994	21.6
12/1993	21.5
12/1992	21.5

MSN Money 显示，Alpharma 在 2000 年底时的已发行股为 3 790 万股，到 2001 年底有 4 430 万股，但 2000 年只有 2 990 万股。我认为 2000 年数据可能有误，因而将其忽略。最近几年，Alpharma 已发行股数显示出习惯性增加，我估计每年还将增长 200 万股，到 2004 年末共计达到 5 000万股。

5. 转换为 EPS

一旦估算出净利润和已发行股数量，就可以计算 EPS 了，方法是用预期利润除以已发行股数：

EPS＝净利润/已发行股数量＝7 420 万美元/5 000 万股＝1.48 美元

用 7 420 万美元的预期利润除以 5 000 万股，得出 1.48 美元，即 2004 年的预期 EPS。

6. 估算 P/E 区间

预测 2005 年初的 P/E 区间是最难的一步。有些分析师用公司所处行业的 P/E 或整体市场 P/E 作为预测的基础。然而，我所采访的大多数投资经理是参照公司自己的历史估值比率。

这样做是有道理的，因为估值比率反映的是市场对公司的热情程度，每家公司情况各不相同。你会发现，同一行业中类似的公司在较长时期内常常有不同的估值比率。比如，制药公司默克的 P/E 常常在 20～30，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而其劲敌辉瑞则高得多，通常在 25～65 左右。尽管两家公司在制药业都处于主导地位，但不大可能同一时期 P/E 值也相同。

MSN Money Key Ratios 报告列出了公司过去 10 年的平均 P/E 比率。表 6-4 是 MSN Money 上显示的 Alpharma 公司 P/E 数据。

表 6-4 Alpharma 过去 10 年中的 P/E 比率

年度截止时间	平均 P/E
12/2001	n/a
12/2000	32
12/1999	25
12/1998	30
12/1997	23
12/1996	n/a
12/1995	25
12/1994	n/a
12/1993	45
12/1992	36

Alpharma 在过去 10 年中有 3 年公布亏损，因而在这些年度里没有 P/E。其余 7 年中，P/E 大多在 25～35。我估计到 2005 年，Alpharma 的 P/E 仍将在这个区间之内。

7. 计算目标价格区间

最后一步，是利用预期的 EPS 和高低 P/E 值计算目标价格区间。如果你运用代数方法计算，就会发现股价等于 P/E 乘以 EPS。

股价＝P/E×EPS

你可以利用第五步得出的 EPS 乘以预期 P/E，从而计算出目标价格。

目标价格＝P/E×EPS

我已预测 Alpharma2005 年初的 P/E 将在 25 美分～35 美分，因此预期目标价格为：

最低目标价格＝25×1.48 美元＝37 美元
最高目标价格＝35×1.48 美元＝52 美元

分析表明，到 2005 年初，Alpharma 将在 37 美元～52 美元的价格区

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间内变动。

你还可以利用最高和最低目标价格确定买进目标价格。根据我的经验，买进目标价格不应超过最低和最高卖出价格平均值的 50%～55%。

平均目标价格＝44.50 美元

最低买进目标价格＝平均目标价格×50%＝22.25 美元

最高买进目标价格＝平均目标价格×55%＝24.50 美元

在我进行上述分析时，Alpharma 股价是 16 美元，从目标价格的角度看可以买入。但是，不要只因一只股票低于买进目标价格区间而买进，目标价格计算只是分析过程中的步骤之一。

思科系统

我们再看一个例子，这次是计算科技股中的宠儿思科系统的目标价格。思科的财政年度截止于 7 月，在我做分析时拥有截至 2001 财政年度的数据。我对该公司截至 2003 年底的较短期间目标价格作了预测。

1. 预期目标年度销售收入

在我展开这次分析时，科技股正陷于低迷，预计销售收入复苏只是猜测。考虑到这种情况，我认为利用思科的历史销售业绩来计算比用分析师的预期更有说服力。因此我在计算思科 2003 财政年度销售收入时忽略了一致销售预期。表 6-5 显示了 MSN Money 上思科的 10 年销售数据。

表 6-5 思科系统 10 年历史销售收入记录

财政年度	销售收入（单位：百万美元）
7/2001	22 293
7/2000	18 928
7/1999	12 154
7/1998	8459
7/1997	6440
7/1996	4096
7/1995	1979
7/1994	1243
7/1993	649
7/1992	340

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1997 年和 1998 财政年度，思科的销售收入每年上升约 20 亿美元。1999 年急剧增长 37 亿美元，2000 年显著增长了 67 亿美元。2001 财政年度，思科增长放缓至 34 亿美元。

2000 年销售收入大幅增长与互联网爆炸式的建设有关，我认为这种机会是一次性的，但猜测思科销售收入处于复苏状态，增长速度很可能快于 1998 财政年度互联网热潮开始之前。我估计在复苏之后，该公司年度销售增长在 30 亿美元。

另外，我还猜测思科 2002 财政年度的销售收入将持平，复苏很可能于 2003 财政年度即 2002 年 8 月开始。基于这些假设，我得出的该公司 2002 财政年度余下时间销售收入是 223 亿美元，截至 2003 年 7 月的一个财政年度将升至 250 亿美元(经四舍五入)。

2. 预期利润率

表 6-6 显示的，是我用来预测思科目标年度利润率的以往利润率记录。

表 6-6　思科系统 1992-2001 财政年度(1992 年 7 月至 2001 年 7 月)的净利润率

财政年度	净利润率(%)
7/2001	−4.5
7/2000	14.1
7/1999	17.2
7/1998	16.0
7/1997	16.3
7/1996	22.3
7/1995	21.3
7/1994	25.3
7/1993	26.5
7/1992	24.9

思科多年来的利润率有升有降，但大多在 16%～18%的区间内。我认为 17%应该是合理的平均值。

3. 计算目标年度净利润

一旦估计出了销售收入和利润率，就可以计算预期净利润了。

净利润＝销售收入×利润率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我估计思科 2003 财政年度的净利润在 43 亿美元(250 亿美元×17%)。

4. 估计已发行股

要将净利润转化成 EPS,需要计算出目标年度末的已发行股数量。MSN Money 的"Financial Statement 10-year Summary"中列出了每家上市公司最近 10 年的已发行股数。表 6-7 显示了思科的数据。

表 6-7 思科系统每财政年度末的已发行股数量

财政年度	已发行股(10 亿股)
7/2001	7.3
7/2000	7.1
7/1999	6.6
7/1998	6.3
7/1997	6.0
7/1996	5.8
7/1995	4.9
7/1994	4.6
7/1993	4.4
7/1992	4.3

思科每年已发行股数量大约增加 3 亿股。假若增长水平保持不变,到 2003 年 7 月,该公司将有已发行股 79 亿股。

5. 转化为 EPS

用净利润除以刚才预测的已发行股数量,就可得出预期 EPS。

EPS=净利润/已发行股

用 43 亿美元除以 79 亿股,得出截至 2003 财政年度,思科的 EPS 为 0.54 美元。

6. 预期 P/E 区间

下一步,在思科公布了目标年度业绩后,利用 MSN Money 中"10-year Key Ratio"的历史 P/E 平均值,预测最高和最低 P/E 数值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6-8 MSN Money 的 10-year Key Ratio 中思科系统历年的 P/E 平均值

财政年度	P/E 平均值
7/2001	n/a
7/2000	153
7/1999	72
7/1998	60
7/1997	41
7/1996	31
7/1995	28
7/1994	28
7/1993	28
7/1992	25

思科 1997 年前的平均 P/E 相对稳定在 28 左右。我猜市场不会对该公司失去兴趣，且在复苏过程中，其 P/E 大概不会退回到 1997 年之前的水平，但认为该公司也难以再次达到 1999 年和 2000 年的高度。因此我预计，思科在 2003 年 9 月或 10 月公布 2003 财政年度业绩时，其 P/E 将在 30～50。

7. 计算目标价格区间

一旦得出了 P/E 和 EPS，你就可以计算目标价格了。

目标价格＝P/E×EPS

基于上述假设，我得出以下结果：

最低目标价格＝30×0.54＝16 美元
最高目标价格＝50×0.54＝27 美元
平均目标价格＝22 美元

用思科的平均目标价格 22 美元分别乘以 50%和 55%，就得出买进目标价格区间在 11 美元～12 美元。在我进行此次分析时，思科的股价约在 20 美元左右。

单从目标价格上判断，Alpharma 看起来似乎比思科的上行潜力大得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小结

你所设定的目标价格完全取决于你的预期。即便是一家公司的关键高层人物，也无法对未来 2 年～3 年的销售收入和利润作出精确预测。在能获取新数据的情况下，对自己设定的目标进行审查是很有必要的。

即使存在先天缺陷，计算目标价格也能让你洞察到一只股票的上行潜力，而用其他方法是无法做到这一点的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章　分析工具四：行业分析

前三项分析工具都是与抽象的数字打交道，如收益预期和 P/E 比率之类，而都与公司所从事的业务无关。在收益等数据相同的情况下，无论你所分析的公司是生产口香糖还是网球、导弹还是电脑芯片，你都只能得出相同的结论。

现在，该看一看你候选公司从事的业务、所处的行业和竞争状况了。

业务

你的第一步是确定公司做什么，也就是说，它生产什么产品，提供什么服务。如果你谈论的是沃尔玛，这些答案显而易见，但又有多少投资者知道朗讯科技或 Netwrok Appliance 以什么为生呢？

奇怪的是，在这方面提供令人满意信息的网站寥寥无几。不过的确有家网站做得很好，这就是 Multex Investor。该网站的公司概览——“Company Overview”页上对每家公司的产品和服务作了简明扼要的描述。

Multex 的业务描述“Business Description”页提供的内容比概览更深入，介绍了公司的主要产品和服务，提供的部分信息你大概在这个阶段分析工作中还不需要，但后面可能用得着。

Morningstar 的“Snapshot”网页也提供了简明的公司概览，虽然不一定更好，但与 Multex 的不雷同。我建议你把两者都读一读，以便更全面地了解公司业务。

对于许多公司，Morningstar 还提供一份较长的评论，由该网站分析师撰写，但并非针对所有股票。该评论介绍了分析师对公司业务计划和竞争地位的看法。Morningstar 分析师的评论很简明，没有深入分析，而且你必须成为付费订户才能看到。尽管如此，它还是值得一读的，通常能让你对一家公司的业务前景多些了解。就凭这一点，每月支付 12 美元左右的费用还是值得的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业增长前景

一旦了解了一家公司所从事的业务，下一步就是研究它所处的行业了，而行业研究要从增长前景开始。

这是为什么呢？如果你是一名成长股投资者，需要寻找成长中的公司，就会主要在成长中的行业中寻找。否则，你就不得不选择那些通过削减成本、收购竞争对手股份或收购其他公司来实现增长的企业。尽管许多公司成功地实施了这些策略，但它们的风险天生就比处于成长中行业更大。

在一个迅速发展的市场中，竞争就没有那么激烈，因为所有参与者都有足够的业务可做。随着行业趋于成熟，增长放缓，公司就会将关注的焦点转向提高市场占有率。这通常意味着削价，从而导致利润率下降，收益减少。

尽管价值型投资者所认可的增长速度低于成长型投资者，但他们仍应关注所选股票的行业增长前景。即使是价值型投资者，如果所选择的公司在一个滑坡的行业中挣扎，想获得回报也是困难的。

行业增长意味着销售收入增长，但行业销售增长预期数据很难获取。然而对大多数行业来说，分析师收益增长一致预期数据却很容易取得。因此，我们将从行业收益增长预期入手，之后将收益增长数据转化成销售增长数据。

有分析师的收益预期就好

既然几乎无人相信分析师的买进/卖出评级，为什么还要依赖他们的预期呢？

对初学者来说，尽管分析师之间可能存在利益冲突，但他们中大多数都力争提供精确的收益增长预期。行业增长预期是用全行业所有公司的长期收益增长预期汇编而成。由于行业预期是许多个人预期的平均值，因而可能比单独一家公司提供的预期要准确。

再者，预测长期增长是说起来容易做起来难，尽管会有失误，但分析师的预期大概不会比其他人的差。另外，你需要的只是概数而不是精准的预期。因此尽管分析师的增长预期不尽如人意，但用在你的分析中也足够了。

MSN Money 的 Earnings Estimates 页（图 7-1）是寻找行业增长预期数据的好去处。我将以网络存储设备制造商网域存储科技有限公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Network Appliance)为例来说明分析过程。

Earnings Growth Rates	Last 5 yrs.	FY 2002	FY 2003	Next 5 yrs.	02 P/E
Company	NA	-65.60%	108.70%	24.30%	179.00
Industry	-13.90%	-14.60%	34.70%	21.30%	-112.00
S&P 500	8.40%	-21.70%	12.90%	7.50%	27.10

图 7-1 MSN Money 上分析师对 Network Appliance、其所属行业及标准普尔 500 指数长期收益增长的一致预期。只要搜索报价，选择收益预期——“Earnings Estimates”，之后选择收益增长比率——“Earnings Growth Rates”就可以了。

MSN Money 公布的分析师对该公司 5 年增长预期的平均值为 24%，整个电脑存储设施行业预期为 21%。

将收益增长转化为销售收入增长

一旦获取了行业预期，就可以将收益增长预期转化为销售收入增长预期了。我在分析历史数据的过程中发现，平均来看，长期行业收益增长一般比销售增长高出 15%左右。同时，分析师的长期增长预期通常也偏高，大约高出 10%～15%。

将上述两个因素综合起来考虑，我认为预测行业销售增长时，在长期收益增长预期基础上减少 30%是合理的。当然，这种方法是基于多种假设，但任何人的预期都是如此。实际上一切都是推测出来的，而这种方法与其他任何人采用的方法没什么两样。

在扣减 30%后，我估计网域存储所在的电脑存储器行业年度销售增长在 15%。15%这个数字究竟是怎样的概念呢？这就要视情况而定了。表 7-1 列出了对评估行业增长率预期的参考。

表 7-1 价值型和成长型投资者行业增长参考

预期行业年销售收入增长	价值型	成长型
滑坡中的行业(不足 3%)	n/g	n/g
增长缓慢的行业(3%～10%)	良好	n/g
温和增长的行业(10%～15%)	最好	一般
迅速增长的行业(15%～25%)	良好	最好
超高速增长的行业(25%以上)	一般	良好

对许多价值型投资者来说，10%～15%是最佳增长率，因为对这些投资者来说，15%已经很高了，他们认为更高的期望是不可能实现的。温和增长的行业适合成长型投资者，但他们必须能够挑选出行业中的佼佼者。

成长型投资者对增长速度的要求一般比价值型投资者高，一般从年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增长幅度在15%～25%的行业中选出最佳候选股。在这些行业中，表现最出色的公司年增幅可能达到30%～50%以至更高。尽管价值型投资者不迷信行业分析，但他们仍能从被成长型投资者判了死刑的股票中淘出遭受了重创的价值型候选股。

由于分析师有时也不够理智客观，我们要以怀疑的眼光看待高的行业增长预期，特别是当一个行业处于狂热增长的时候。20世纪90年代末的电信行业就是如此。

行业(industry)与部门(sector)

我们在探讨行业的同时，顺便谈一下行业和部门这两个术语。

部门是指一个重大业务种类如科技，行业是其中一个子集，如电脑或半导体。有些网站将术语混淆了。比如，Hoover's在描述网域存储公司时称该公司处于电脑硬件部门的数据存储器行业。但只要你最终弄清该公司出售数据存储设备，将这两个词弄错了也没关系。

分析师对以下五个行业的长期增长前景最为看好：

- 金融服务
- 保健
- 娱乐产品
- 健康生活方式消费产品
- 科技

行业集中度

集中度(Concentration)是指一个特定行业中主要竞争对手的数量。从投资角度看，最佳行业是近乎垄断的，也就是说是高度集中的。

高度集中行业中只有两三个主要竞争对手。这些行业中的主导公司利润率通常高于市场处于分散状态的公司。行业集中度高的公司更重视提高利润率，而不是通过削价提高市场占有率。炼油业和汽车业就是高度集中行业的代表。

相反，在因多家公司逐鹿而处于分散状态的市场上，通常都依靠价格竞争，而这会导致利率润降低。比如，服装行业有数十家公司争夺市场占有率，导致利润只有6%左右，而标准普尔500指数中所有成份股的公司平均利润率在11%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新出现的高增长行业都自分散状态开始，随着时间的推移，优胜者浮出水面，逐渐形成了集中的局面。因此，分散市场的优劣取决于行业的成熟度和增长率。表 7-2 提供了一些参考。

表 7-2 最佳分散行业与最佳集中行业参考

预期行业年销售收入增长	分散的行业	集中的行业
滑坡中的行业(不足 3%)	n/g	n/g
增长缓慢的行业(3%～10%)	n/g	尚可
温和增长的行业(10%～15%)	一般	良好
快速增长的行业(15%～25%)	良好	最佳
超高速增长的行业(25%以上)	最佳	最佳

成长型投资者一般最好选择高集中度、高增长行业中最强劲的股票，20 世纪 90 年代初至中期的微软和英特尔就是其中的典型代表。然而，若能从仍然分散的新兴行业挑选最终胜出者，获利将尤为丰厚，因为这些胜出者通常是股市利润的最大获益者。

英特尔的 2 320 亿美元的市值不仅使排行第二的得州仪器(市值 580 亿美元)相形见绌，而且超过了所有多用途芯片制造商市值的总和。

同样，沃尔玛的 2 520 亿美元的市值远远超过第二名 Target 的 360 亿美元，Costco 以 200 亿美元名列第三。沃尔玛的市值超过了其他所有折扣杂货连锁店公司的总和。

在软件行业，微软以 3 670 亿美元的市值将 850 亿美元的第二名甲骨文(Oracle)远远甩在后面。

花旗集团(Citigroup，又名：万国宝通)2 520 亿美元的市值也大大超过了第二名美洲银行(Bank of America)的 980 亿美元。

在新兴的分散市场中选择优胜者

挑选最终获胜者，要从对公司的识别开始。

SEC 要求公司在年度报告中写入竞争情况(但没有要求在季度报告中写入)。大多数公司在报告中适当描述了主要和次要竞争对手，但通常不说明哪家主要，哪家次要。公司的竞争讨论总是包括在竞争——“Competition”这部分中。年报很长，因此你要使用查找功能(在 PC 机上用 Ctrl-F，在 Mac 机上用 Cmd-F)搜索“Competition”部分，而不是把整篇报告从头到尾读上一遍。

Multex Investor 常常将公司年报的竞争讨论部分只字不差地复制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到公司介绍的最后一段，因此首先从这里查看是更快获取相关信息的好办法。

如果你因为某种原因不能访问 Multex Investor，也不能访问 SEC Edgar 数据库中的年报，可以用 Hoover's 提供竞争对手的短名单作为替代。该网在其公司概要——"Company Capsule"(图 7-2)栏中列出了公司三个最主要竞争对手。该网通常能准确无误地指出竞争对手，但不提供任何细节。

比如在 2001 年，思科和 Juniper Networks 都是互联网路由器市场上最具实力的公司，尽管迄今为止思科的市场占有率最高。

Juniper Networks 在提交 SEC 的报告中明确将思科列为主要竞争对手，Multex 在公司介绍中如实传达了这一信息。然而 Hoover's 只将 Avici Systems、思科和 Nortel Networks 列为 Juniper 的主要竞争对手，而没有排出主次。

值得称道的是，Hoover's 在对思科的介绍中将 Juniper Networks 列为其主要竞争对手之一，表明 Hoover's 的工作人员是作了分析的，因为思科在 SEC 报告中以字母顺序列出了十几家竞争对手，并未指出 Juniper 是最主要的对手，而 Multex 只是照搬了思科提交的名单。

It's no longer a complete rout. Cisco Systems controls almost two-thirds of the global market for routers and switches that link networks and power the Internet. It also makes network access servers and management software. Not content to dominate the computer networking market, Cisco competes with giants such as Nortel and Lucent in the telecommunications sector with products designed to accommodate data, voice, and video traffic. Market conditions have caused the company to decelerate its typically frenzied acquisition pace (more than 70 acquisitions since 1993), and while it still dominates the networking sector, Cisco faces increasing competition from relative upstarts such as Juniper Networks.

Top Competitors
Juniper Networks | Lucent | Nortel Networks

图 7-2 Hoover's 思科简介中关于公司主要竞争对手的部分。

慧眼识金

在一个方兴未艾的行业，如何识别出谁是最后的赢家呢？看看历史数据能告诉我们些什么。

- **数据库软件行业**

以下是对 20 世纪 90 年代中的数据库软件行业的简述。当时尽管甲骨文领先市场，但仍在与赛贝斯(Sybase)和 Informix 等对手争夺这个仍然年轻的市场的控制权。我给每名竞争对手列出了四项指标：

收入：全年总销售收入。

收入增长百分比：所列年度与上一年度销售收入之比。

营运利润率：在不考虑利息、所得税和投资利润的情况下，从营运中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获取的利润率。

SG&A 占销售收入的百分比：SG&A（销售费用、一般费用和管理费用）包括了除研发（R&D）、制造产品与提供服务直接成本之外的一切费用。SG&A 通常被称为企业一般管理费用。SG&A 占销售收入中的百分比是公司营运效率的衡量指标。该百分比越低，公司营运效率越高。

你即将看到，只要追踪这四项指标，你就能慧眼识金。

我们的故事从 1993 年说起，当时甲骨文尽管在市场上处于领先地位，但与赛贝斯和 Informix 的争夺仍然十分激烈。表 7-3 总结了这几家公司从 1993 至 1997 年的表现。

表 7-3 数据库软件行业主要指标比较

	收入（百万美元）	收入增长（%）	营运利润率（%）	SG&A 占销售收入的百分比（%）
1993 年				
甲骨文	2 001	33	21	44
赛贝斯	484	83	16	51
Informix	353	24	24	48
1994 年				
甲骨文	2 967	48	22	43
赛贝斯	825	70	16	49
Informix	470	33	20	51
1995 年				
甲骨文	4 223	42	21	42
赛贝斯	957	16	2	57
Informix	633	35	10	56
1996 年				
甲骨文	5 684	35	22	40
赛贝斯	1 011	6	-7	59
Informix	735	16	-8	66
1997 年				
甲骨文	7 144	26	17	38
赛贝斯	904	-11	5	59
Informix	664	-10	-54	76

到 1993 年底，赛贝斯获得了 83% 的年度销售收入增长，击败 Informix 夺取了亚军的位置。同时，Informix 是三者当中增长速度最慢的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个，但获得了最高营运利润，表明该公司没有不惜一切代价追求销售收入增长。然而，甲骨文是三者中最高效的营运商，SG&A 只占销售收入的 44%，Informix 为 48%，赛贝斯为 51%。从数据上看来，赛贝斯 1993 年为抢占市场占有率而牺牲了利润。

1994 年，赛贝斯再次增加了市场占有率，销售收入增长率高达 70%。但该公司再一次为获取市场占有率而牺牲了收益，营运利润又一次排在最末。数据显示，Informix 成本上升，利润率下降，为在市场中保有一席之地而苦苦挣扎。

1995 年，甲骨文主导了市场，市场占有率增加，而赛贝斯和 Informix 显然在削减利润，为维持竞争力做着徒劳无益的挣扎。

最终在 1997 年，赛贝斯收入出现了下降，Informix 高层被查出伪造账目，垮了下来。从那以后，赛贝斯和 Informix 就只能甘拜下风了。

- **戴尔(Dell)与 Gateway 的个人电脑(PC)市场大战**

戴尔在 20 世纪 90 年代中与 Gateway 争夺 PC 行业直销主导地位的大战中胜出。以下这个例子，就说明了如何通过追踪这四项指标看出戴尔的光明前景。

个人电脑市场最初由国际商业机器公司(简称 IBM)主导，但该公司市场占有率逐渐丧失，到 20 世纪 90 年代初，市场完全处于自由竞争状态了。许多参与者在 20 世纪 90 年代来来往往，而我只关注两家公司：戴尔和 Gateway。它们是采取直销模式公司中仅有的存活者，而且 PC 在两家公司销售收入中都占据了绝大部分。表 7-4 列出的四项指标与我们分析数据库软件行业时的完全相同。

表 7-4 PC 行业关键指标比较

	收入(百万美元)	收入增长(%)	营运利润率(%)	SG&A 占销售收入的百分比(%)
1992				
戴尔	2 014	126	7	13
Gateway	1 107	77	9	8
1993				
戴尔	2 873	43	-1	15
Gateway	1 732	56	9	7
1994				
戴尔	3 475	21	7	12
Gateway	2 701	56	5	8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	收入（百万美元）	收入增长（%）	营运利润率（%）	SG&A占销售收入的百分比（%）
1995				
戴尔	5 296	52	7	11
Gateway	3 676	36	7	10
1996				
戴尔	7 759	47	9	11
Gateway	5 035	37	7	12
1997				
戴尔	12 327	59	11	10
Gateway	6 294	25	3	13
1998				
戴尔	18 243	48	11	10
Gateway	7 703	22	6	12
1999				
戴尔	25 265	38	9	9
Gateway	8 965	16	7	14
2000				
戴尔	31 888	26	8	10
Gateway	9 601	7	5	16

1993 年，Gateway 的表现分外抢眼。戴尔尽管销售收入更高，但没有赢利，处于挣扎之中，而 Gateway 却在赢得市场占有率。

1994 年 Gateway 看起来更上一层楼，销售收入增长率是戴尔的两倍多，与戴尔的市场占有率差距缩小。但是，戴尔扭亏为盈，而 Gateway 的营运利润率却急剧下降。看来 Gateway 在靠牺牲利润抢占市场占有率。

1995 年，戴尔销售收入飞速增长，而 Gateway 则摇摇欲坠。Gateway 在营运利润率方面收复了部分失地，与戴尔并驾齐驱。Gateway 销售收入增长率下降而利润率上升，表明该公司不再以牺牲利润为代价追求市场占有率了。但要注意到，Gateway 的 SG&A 在销售收入中所占比率大幅增加。增加的那些资金哪里去了？大概是增加了广告和其他营销开支。

1996 年是个转折点。戴尔市场占有率仍在增加，而且增幅更加显著。这个位于得克萨斯州的后起之秀每卖出一台电脑可比 Gateway 多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赚取 29%的收入(营运利润率 9%,Gateway 营运利润率为 7%)。

1997 年,Gateway 试图维持已获得的市场占有率而未果,利润降至最低点。同时,戴尔进一步提高了营运效率和利润率。Gateway 不能再生产销售像戴尔一样价格低廉的电脑了,已无法再同戴尔竞争。

同时要注意到,在 1998 年至 2000 年市场放缓期间,两家公司利润都出现了萎缩。

对上述四项指标进行追踪后,1996 年末戴尔在市场上的主导地位就一清二楚了。到那时再想从分析中获利是不是太迟了?实际上并非如此。从 1997 年 1 月 1 日至 2001 年 12 月 31 日,戴尔股价上涨了 719%,而同期 Gateway 则下跌了 40%。

行业信息

最后一步是把握当前行业趋势,了解最新消息。你可以阅读新闻和深度报导,这些通常能在行业贸易杂志的网站上找到。你找到的行业必须有至少两三家贸易杂志关注,最简便的方法就是在 Google(www.google.com)上以行业名称和"贸易杂志"(trade magazine)为关键词进行搜索。

小结

成长型投资者最好从发展迅速的行业中挑选候选股。你要在一个仍然分散的新兴行业中识别出最后的赢家,从而获取最大利润。你只须关注四项指标:销售收入(即收入)、销售增长百分比、营运利润率,以及 SG&A 占销售收入的百分比。这些指标将助你慧眼识金。

阅读行业贸易杂志,不断了解行业最新动态,将有助于你跟上行业发展的步伐,确保你不忽视行业中某家重要的公司,或可能改变竞争状况或行业整体前景的重要事件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章　分析工具五：业务计划分析

如果你在考虑收购一家当地企业，比如一家自行车店，你会完全依据出售方对去年赢利数字和今年赢利预期作出决定吗？

我想肯定不会。你大概希望了解商店从哪里进货、进货价格以及竞争对手是否支付同样的进价。

你将查看其他可作为替代的供应来源，以防某家重要供应商停业或因决定开设自己的网点而停止供货。你还希望了解一些客户的情况。公司主要面对个人客户，还是有一两家自行车快递服务企业在去年的消费者中占据了大部分？

如果要收购一家自行车店，人们大多会对上述问题作出评估。然而，投资者在分析股票时往往会忽视这至关重要的一步。

一些新兴互联网公司就是一个极好的证明。它们从数百万的业余和专业投资者手中筹集到数亿美元。许多公司业务计划十分荒谬，根本不可能取得成功。至少有一家网络零售商在计划时就准备以成本价或低于成本的价格出售产品，后来的实情也确是如此。

在本章中，你将学习分析候选公司业务模式的利弊。其中许多主张是受到哈佛大学商学院（Harvard Business School）教授波特（Michael Porter）的启发。波特先生被许多人视为竞争分析的权威人士。

导言

没有什么比高利润率更能吸引竞争了。但无论一开始市场状况如何，新参与者不受阻碍地加入，争夺市场占有率，终将导致需求过剩，利润率下降。这就是你在分析中要考虑公司竞争优势和市场壁垒的原因。

加入市场的壁垒会令新参与者望而却步。市场没有足够的壁垒，公司的长期利润就会面临问题，因为新的竞争对手将很容易进军这一市场。

壁垒可以多种形式出现。下面几段描述的就是一些常见的壁垒。你在对有希望的候选股进行分析时还将发现更多。一家公司树起的壁垒构成了其竞争对手进入市场的风险因素。除加入市场的壁垒外，每家公司的业务模式都体现了多种其他风险因素。

为了优化分析，我将类似的市场壁垒和风险因素合并为单一的评级

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因素。大多数考虑因素可视情况划为有利因素或不利因素。

用所提供的业务计划记分表(Business Plan Score sheet)评估每家候选公司的业务模式。对你评为有利因素、不利因素和不适用于此公司的因素分别记为 1、—1 和 0。

品牌认知

对许多消费者来说，为可口可乐(Coca Cola)、Scotch Tape 透明胶带、Duracell 电池或者吉列(Gillette)刮胡刀支付比小品牌产品更多的费用是心甘情愿的。这些产品获得了更高的品牌认知度，且在消费者心目中，它们品质超群。强烈的品牌认知心理常常会使产品能够卖出更高的价格，赢得更高的利润率。

惠普(Hewlett Packard)这个名字就是电脑打印机的代名词，且惠普公司因产品质量过硬而享有极高声誉。这些因素共同作用就等同于强烈的品牌认知，它解释了为什么惠普打印机比 Lexmark 更为畅销，尽管 Lexmark 的产品可能同样出色甚至优于惠普。

再来看 Oakley 和 Sunglass Hut 的例子。Oakley 制造太阳镜，Sunglass Hut 是美国最大的太阳镜销售连锁店。2001 年初时，Sunglass Hut 是 Oakley 的最大消费者，所购买的产品占其销售收入的 19%。到 2001 年中，意大利公司 Luxottica Group 收购了 Sunglass Hut。这给 Oakley 带来了麻烦，因为 Oakley 已经拥有了另一个品牌 Ray-Ban。当然，Luxottica 在收购了 Sunglass Hut 后不久就不再购买 Oakey 的产品了。

但 Sunglass Hut 的顾客要的是 Oakley 而不是 Ray-Ban。到 12 月中旬，该连锁店再次购进了 Oakley 的太阳镜，从而说明了 Oakley 品牌的影响力。

强大的品牌认知给品牌拥有者带来了竞争优势，对新参加入者则构成了壁垒。给品牌认知度高的公司加上 1 分，给面临高品牌认知竞争对手的公司则减 1 分。

其他市场壁垒

在你分析候选股时还会发现其他市场壁垒。给享有主要市场壁垒优势的公司加 1 分，给面临额外壁垒阻碍的公司减 1 分。但在这一项里，最多只加减 1 分。

分销模式

在早期的市场上，家用个人电脑和商用电脑制造商占有不同的市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

像戴尔和 Gateway 这样的公司在个人电脑市场上大显身手，而 IBM 和康柏(Compaq)则主宰着商用机市场。当个人电脑功能加强而价格降低后，这个界限就模糊了。在 20 世纪 90 年代初，康柏在抢占市场占有率方面输给了戴尔，放弃了高成本的独家设计，而是效仿戴尔的做法，使用现成的一般部件组装电脑。从那以后，产品就没有显著差异了。个人电脑成为商品，以最低价格方案吸引着购买者，无论客户是数百万美元的公司还是家用电脑爱好者都是如此。

尽管戴尔和康柏的产品成本相近，但两家公司却策划了截然不同的分销策略。

康柏坚持传统模式，将产品卖给分销商，再由分销商出售给零售店和系统制造商。该公司设计了标准产品样式并大量制造，在收到订单前先将产品储存起来。制造在线订货在后，储存货物，通过分销商和零售商销售，这个过程中的每一步都增加了成本。

戴尔则另辟蹊径。该公司没有经销商、分销商和装满预先制造出成品的仓库，而是根据买方的特别要求制造每一台电脑。毫无疑问，戴尔这样做导致了成本的增加，因为它面对的是数千名个人消费者而不是几个分销商。但总体看来，该公司的成本仍是最低的，因为它无须支付仓储费，也不会分一杯羹给中间人。戴尔独特的分销系统使该公司后来居上，夺去了康柏在市场的权威地位。

你可能永远不会找到一个与戴尔和康柏完全相同的例子，但对于那些有着类似营运优势的公司要特别留意。这些优势主要指以下几方面：订单处理、生产技术和营销等等。给享有营运优势的公司加上 1 分，给面临分销模式优势公司竞争的公司减去 1 分。

分销渠道

如果你想开展一项新的图书发行业务，把产品送进书店不是什么难事。书店主要从分销商手中进货，图书分销商乐于从新的发行商那里购买图书。

但要新开设洗衣清洁剂业务，情形就大不相同了。清洁剂主要在超市销售，而超市货架的空间非常宝贵，如果不将现有品牌拿下货架，就没有地方接纳新产品。保洁(Proctor and Gamble)之类的公司安排了大量的销售人员，确保自己公司的产品不会遭到被挤下货架的命运。

20 世纪 90 年代末，新兴宽带互联网服务供应商 Govad 和 Rhythm Connections 试图新涉足一项业务，该业务的分销渠道在其竞争对手即老牌电话公司的掌控之下。这两家公司都没赚到钱，最终走向破产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

被严格掌控的分销渠道是进入市场的强大壁垒。请给那些享有分销渠道优势的公司加上 1 分，给面临此类竞争的公司减去 1 分。

产品使用寿命/产品价格

使用寿命长的产品，如汽车、家庭娱乐系统、电脑和复印机等的购买都可自由决定，购买计划常常能够取消。然而像食品、保健产品、香烟和办公用具则消耗很快，库存必须及时补充。比如说，世界通讯（WorldCom）在削减 2001 年资本支出预算时不大可能取消购买钉书钉的计划。因此，出售易耗产品的公司就拥有了业务计划优势。

这项原则不仅适用于消费产品。Cabot Microelectronics 制造半导体生产过程中所用的泥浆，这种泥浆像牙膏一样容易消耗，必须不断补充。因此，Cabot 公司 2001 财政年度的销售收入增长了 25%，而这年正值半导体销售的大幅下降期。

同样，生产价格低廉产品的公司比生产昂贵产品的公司拥有优势，在经济不景气时尤其明显。比如，在经济拮据时，消费者会取消购买新住宅的计划，但仍会购买谷类早餐食品。

请给生产易耗产品和低价产品的公司加上 1 分，给出售可自由决定购买与否产品的公司减去 1 分。

供应状况/供应商数量

大多数公司面对多家热衷于提供所需服务和原材料的卖家，因而享有随意选择卖方的权利。但有的时候，你遇到的公司可能并不是这样。

Syncor International 推广 Cardolite，这是一种心脏成像诊断测试前饮用的产品。Syncor 还推广其他产品，但 2000 年，Cardolite 在公司销售收入中占了 45%。不幸的是，Syncor 并不制造 Cardolite，而是从百时美施贵宝（Bristol-Meyers）手中购买。根据双方 2001 年签署的最新合同，对该产品的销售将于 2003 年底到期。

无论 Syncor 今后在与百时美施贵宝签署新合同方面作出多少努力，该公司对单一供应商的依赖给其业务模式增加了风险。

在其他情况下，公司可能拥有多家供应商，但面临着全行业内重要部件的短缺。20 世纪 90 年代末就发生过这种情况，当时电脑制造商无法获得足够数量的便携式电脑纯平显示器。

请给那些面临供应紧张、市场分配供应（allocated market）或依靠一两家供应商的公司减去 1 分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收入流的可预期程度

如果你对一家公司可能的销售收入心中有数，要预测公司未来收益就容易得多。那些拥有长期合同或稳定客户群的公司，收入流是可预期的。其中的典型行业包括保险公司、保健机构、制药公司、信用卡处理商以及电话和有线电视企业。收入流可预期的公司年度收入和收益的波动比不可预期的公司小。

相反，媒体、服装、体育用品、耐用品（如洗衣机）、时尚用品（如雪茄、踏板车、George Gorman 烤肉架）、半导体、电脑、电脑软件、照相机等，收入流都是不可预期的。因此，这些公司的收益同样不可预期。

请给那些收入流可预期的公司加上 1 分，给收入流不可预期者扣去 1 分。

客户数量

在有些公司，少数几家客户购买的产品占去销售收入的多半，其增长率就很容易受到客户或客户战略转变的冲击。被竞争对手夺去一家客户，就会严重影响公司业绩。

而且，重要客户能坚持要求降价，从而压低供应商利润，这种情况在汽车行业里十分常见。福特（Ford）和通用汽车（General Motors）就常规性地要求卖方与它们“有难同当”，压低供应价格。

请给那些拥有数千家客户的公司加上 1 分，有几百家客户者得分为零，给客户数少于 10 家者减去 1 分。

产品周期

产品周期是指一种产品在被新版本取代之前存在于市场上的时间。产品周期短的公司，包括大多数科技制造商，比那些产品周期长者（如糖果制造商）投资风险更高。产品周期短的公司必须不断开发新产品，并要承担产品被更新产品取代的风险。

请给计算器和亚麻制造商这样产品周期长的公司加上 1 分，给高科技和其他产品周期短的公司减去 1 分。

产品/市场多样化

产品线单一的公司比产品多样化的公司面临更大的风险，因为有些不可预知的意外情况可能对任何产品的销售造成致命打击。

同样，那些业务单一的公司，如电信、汽车或航空公司，在行业陷入低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迷时也会遭殃。看看半导体行业最新的经历吧。

半导体行业销售收入，特别是用于电信设备的芯片收入，在 1998 年、1999 年的科技热潮中飞速增长。当时看起来，这种增长周期似乎永远不会停息。但结果可以看出，电信设备制造商如 Nortel Netwroks、朗讯和思科或它们的供应商是成就半导体行业增长的主要原因。

到了 2000 年，电信设备制造商的客户几乎都同时用光了现金，不再购买路由器和服务器，迫使设备制造商取消芯片订单。这些客户主要是美国电话电报公司(AT & T)、世界通讯、斯普林特(Sprint)和新成立的电话公司及互联网公司。

产品和市场类型多样的公司，不那么容易受到上述伤害，也比产品不够多样化的公司更能抵御经济低迷的影响。

请给产品和市场类型多样的公司加上 1 分，给产品或市场类型单一的公司减去 1 分。

通过收购实现增长

开始时，大多数公司的增长是有机的，也就是说通过售出更多产品或开设新店实现增长。随着供给对需求的逐渐满足或新竞争对手的出现，增长最终放缓下来。这种情况一旦出现，管理层就必须想方设法维持增长率，否则就会累及公司股价。

这时，大多数公司会开发新产品或介入其他市场，但还有些公司会通过收购策略维持增长率。

通过收购实现增长是一项诱人的策略。收购已建立起来并占有一定市场份额的公司，可为收购方节省熟悉业务及开发产品的时间和费用。在这一过程中价格也相对合算，因为收购方常常用新发行的股票支付收购所需费用。

这一策略在早期常常取得成功，收购方得以维持强劲增长率，让市场对公司感到满意，股价持续上涨。由于公司用股票支付收购费用，股价的上涨就成了支持收购的重要因素。

许多公司实施了多年的收购策略，但通过收购实现的增长有点像金字塔方案。现在我们来算一笔账：一家年销售收入 1 亿美元的公司，通过收购一家年销售收入 2 500 万美元的公司，可实现 25% 的销售增长率。但是，一旦达到 2 亿美元的水平，该公司就必须收购一家年销售收入 5 000 万美元的公司才能维持同样的增长率。使问题更加复杂的是，公司实现的销售收入越高，可供收购的候选公司越少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后，问题终于出现了。或许收购方支付了过多的费用；或许被收购方未能实现预期业绩或预期的削减成本协同效应；或许公司的文化冲突使被收购方的关键人物感到不满并拂袖而去。

无论什么原因，持续收购方都无法实现收益增长预期，并拖累公司股价。股价的下跌导致收购资金缩水，进一步导致增长放缓，对股价造成更大压力。实际上，收购方就功亏一篑了！

当一家公司收购另一家时，它支付的金额往往高于被收购方的账面价值，高出部分与被收购方账面价值的差额应记入资产负债表中的商誉这一项，尽管也有时被记入了无形资产。如果一家公司从未以高于账面价值的价格收购另一家公司，表明该公司没有商誉，且资产负债表中几乎没有什么无形资产。

因此你在衡量公司的收购史时，可用其商誉和其他无形资产之和除以资产总额。为了便于说明，我们将商誉加无形资产之和除以资产总额称为 GI/A 比率。该比率越高，说明公司的收购欲越强。

药房连锁店 Walgreen 和 CVS 就是一个极好的例子。两家公司都是成长相对迅速的公司。Walgreen 完全依靠有机增长，而 CVS 则采取有机增长与收购相结合的方式提高销售收入。根据 2002 年 4 月最新获取的年度资产负债表，Walgreen 的 GI/A 比率为零，而 CVS 为 10%。

表 8-1 显示了一些主要通过收购实现近期增长的公司的 GI/A 比率。

表 8-1 连续采取收购策略的公司 GI/A 比率

公司	GI/A(%)
Allied Waste Industries	60
Black Box	57
思科系统	12
Clear Channel Communications	85
泰科(Tyco International)	34
VeriSign	75
Waste Management	26
WD-40 Company	52

为了便于比较，表 8-2 列出了大多依靠有机方式实现增长的公司 GI/A 比率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8-2 采取有机方式成长的公司 GI/A 比率

公司	GI/A 比率(%)
Bed, Bath, & Beyond	0
Chico's FAS	0
Columbia Sportswear	3
戴尔电脑	0
Harley-Davidson	2
Home Depot	1
微软	3
Outback Steakhouse	0

你可以看出，通过收购实现增长的公司和有机增长公司的这项比率有着很大差异。依我的经验，有机增长型公司 GI/A 比率往往低于 5%，在 10%或以上则表明公司的增长至少有一半是通过收购实现的。

给那些 GI/A 比率低于 5%的公司加上 1 分，给比率高于 10%者减去 1 分。

被过分渲染的竞争优势

本应该显示出与众不同的优势，但却往往未能发挥优势的一些因素。

有些竞争优势听起来不错，但在实际应用中并未发挥多大作用。除非你是该领域内的专家，否则以下两种竞争优势就最好予以忽略。

专利

制药行业将专利作为进入市场的壁垒的方法行之有效，然而该行业的情况更多是个例外而不是规律。比如说，电信公司每年提交成百上千的专利，但新的竞争对手层出不穷，你很难想出哪家科技公司将其专利有效转化成加入市场的壁垒。

以 VISX 为例。该公司制造快速无痛视力矫正手术用的激光系统。1999 年当该系统获准在美国使用后，公司股价从 20 美元飙升至 100 美元。该公司和对其进行追踪的分析师认为，这下该公司手中的专利成了万无一失的制胜法宝。然而很短时期内，竞争对手就拿出了自己的系统投放市场。为保持竞争力，VISX 被迫降价，导致利润受损。我最新一次查看股价时，VISX 只有 17 美元。

极少有投资者能具备业内专家的眼光，判断出一项专利作为市场壁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

垒的价值。即使在制药业内，某项特定专利的价值也难以估计。一种新药可能听起来令人惊叹，但竞争对手可能即将拿出更好的疗法。

高通的无限电话专利技术和高速存储芯片技术拥有者 Rambus 公司的例子，也都证明了专利技术未必能带来预期的利润。

除非你既是某行业的专家，又是专利方面的律师，否则不要把专利视为进入市场的重大壁垒。

专利技术/生产程序

从理论上讲，一家公司超群的生产程序或设备可能构成有效的市场壁垒。但在实际当中，这些优势常常达不到预期的效果。

再拿 Lexmark 和惠普来说，与惠普相比，Lexmark 享有激光打印机生产的成本优势，因为该公司自己制造打印机的发动装置(相当于打印机的心脏)，而惠普则从佳能(Canon)手中购买。但不知为什么，Lexmark 这项优势从未起过多大作用。惠普仍然主宰市场，Lexmark 未能获得很大市场占有率。

只要有机会，每个首席执行官都会告诉你他或她的公司的产品技术超群，这是他们的本分。许多市场分析师将这种教条当作真理加以重复。在专利方面，除非你是专家，否则我奉劝你最好对公司大肆渲染的技术优势保持怀疑态度。

业务计划记分卡

在公司占重大优势的每一项上增加 1 分，在不利因素上减去 1 分。如果这项内容与公司不相关，则得分为零。

小结

专业投资经理投资前的一个常规程序是评估公司业务计划，你也应当如此。科技候选股得分常常低于其他行业的公司，因为许多科技公司没有使其鹤立鸡群的强大品牌认知度，其中大多数产品价格高昂，生命周期短，且许多公司是依靠收购实现增长的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业务计划记分卡
品牌认知
进入市场的其他壁垒
分销模式
分销渠道
产品生命周期/产品价格
供应渠道/供应商数量
收入流的可预期程度
客户数量
产品周期
产品/市场多样化
通过收购实现增长
总分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章　分析工具六：管理层素质

许多专业投资经理在分析中将管理层素质评估视为一项重要考虑因素。他们常常到公司参观，花上一两天时间与管理层交谈，以确定公司关键管理者的策略是否符合股东的最大利益。对个人投资者来说，参观公司、与管理层见面是不现实的，但我们能用切实可行的方法完成这项工作。

重要高层人士和董事会成员素质

首先来查看一下公司关键人物的资历。Multex Investor 的管理层和董事报告提供了重要高层人士的简历。

要去寻找有相关经验的管理人士，至少其中部分人士须是在该行业工作过数年，拥有丰富经验。设想你自己在进行招聘，你是否会依据这些人的工作经验聘请他们？要注意关键人士从事一项工作时间的长短。管理层的频繁变更是出现危机的警报。

快餐连锁店 Boston Chicken 在 1993 年 11 月上市时是最受关注的上市公司之一，其股票在 1998 年申请破产前一直是热门股。在一阵狂热之中，竟然无人注意到该公司高层人士根本没有经营餐饮业的经验。公司首席执行官和总裁都来自娱乐公司 Blockbuster Entertainment。

要看一看董事会的构成。最理想的董事会，其成员大多应是同一领域成功企业的首席执行官，而不是顾问和风险投资家。

看一家你不愿作为候选股的公司 Webvan。该公司从事网上杂货出售，送货上门。该公司于 1999 年 11 月上市，不到两年后就破产了。

卖杂货业务难做，因此你可能预计 Webvan 的最高管理层和董事会成员都在杂货零售业身经百战。以下是该公司新股首发时公司高层管理人士的资历状况：

首席执行官 George Shaheen：于公司上市两个月前上任。在掌管 Webvan 前，他在安达信(Andersen Consulting)工作了 32 年。

主管公司运营和财务的高级副总裁 Kevin Czinger：Czinger 是一名律师，加入 Webvan 前在美林工作了一年。此前供职于媒体行业。

营销副总裁 Gregory Bulter：负责杂货订购。他来自通用电气(General

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Electric)旗下的 GE Lighting 子公司。

董事会情况如何呢？

董事长 Louis Borders 于 1996 年 12 月成立了 Webvan。此前，他还于 1971 年时成立了公司 Borders Books，尽管在 1992 年前一直未离开董事会，但负责公司的日常工作只是 1983 年前的事。在离开 Borders Books 之后，他涉足过投资行业，还在一家新成立的软件公司任过职。

董事会其余未同时担任公司管理人士的成员还包括两位风险投资家，E＊Trade 首席执行官和雅虎首席执行官。

没有一位关键高层人士或董事会成员有过杂货店的工作经验，了解杂货店运作的方方面面。

只要关键运营职位上有经验丰富的管理人员，并不是所有的高层人士都必须来自公司所在行业。在 Webvan 的例子中，只要高层中有食品采购和市场营销方面的人才就可以了。陷于困境的公司往往成功请来了专家，但不一定来自公司所在行业。

账目明晰

许多专业投资经理将账目明晰视为拥有良好管理层的特征。他们认为，再三出现一次性、非经常性支出和特殊项目支出是存在账务问题的信号。

在一些公司管理者眼中，非经常性费用的好处在于公布预估收益时不必将其记入。由于预估收益的计算不扣除重复性成本，归为非经常性的费用越多，公布的收益越高。

预估最初的意思是“好像”，主要用于体现新合并的公司业绩，“好像”它们从来就是一家公司一样。但近几年一些公司管理者发现，在季度报告中重点公布预估收益可使收益状况看起来更好。

确定非经常性支出十分容易，因为 Multex Investor 和 MSN Money 上都单独列出了每家公司损益表上的非经常性项目。在 Multex 上该项被标为非一般性费用/利润(Unusual Expense/Income)，在 MSN 上是特殊项目利润/支出(Special Income/Charges)。

粗略的数字本身不能说明多大问题，因此最好将非经常性费用与销售收入总额相比。销售收入总额在损益表中也有体现。你可以用非经常性费用除以销售收入，将计算结果以百分比显示。比如，如果一家公司记录的销售收入为 1 000 美元，非经常性支出为 100 美元，该比率就是 10%(100/1 000)。在公布不希望计入预估业绩的支出时，有些公司变得很有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

创意。因此为安全起见，在计算时将所有支出都视为非一般性、重组、研发、特殊、会计变更和非持续性营运支出。

表 9-1 列出了一系列公司非经常性费用与销售收入之比。

表 9-1 一次性、非经常性和特殊项目支出历年度销售收入之比(%)

公司 \ 年份	2001	2000	1999	1998	1997	1995	1995
Bed, Bath, & Beyond	0	0	0	0	0	0	0
戴尔电脑	2	1	1	0	0	0	0
冠群电脑		-4	13	23	0	15	37
思科系统	9	7	4	7	8	0	4
英特尔	1	0	1	1	0	0	0
朗讯科技	57	3	-8	4	5	0	0
微软	0	1	0	0	2	0	0
泰科	4	1	7	1	12	12	2

说明：显示数字来自 Multex 上的损益表，均按照最接近日历年度的财政年度计算。考虑在内的费用包括非一般性费用、重组、研发、特殊项目支出、会计变更和非持续性运营支出。

判断管理层素质是一项主观性的训练。大多数公司常常真的会发生非经常性支出，如败诉导致的相关支出、关闭工厂、注销没有价值的专利等等。技巧在于区分出哪些公司接二连三发生非经常性费用，并借此提高预估收益。

公司过去几年非经常性支出的总体模式比任何一年的数据都更为重要。你可以盯住公司业绩，或在 MSN Money 和 Multex 上查看。在两个网站上通过计算比率得出的五年总值，之后加以平均。如果你采用这种方法，任何五年平均比率为 3%或更高都可视为非经常性费用过高。

收益增长的稳定性

查看公司的历史销售收益模式也有助于你评估管理层素质。每家公司都可能在某些年度不景气，但总体上，可靠的管理者能够设法实现相对持续的收益增长。相反，有些公司收益增长忽高忽低，则管理层的状况令人质疑。

Multex Investor 的 Highlight 报告向你提供了最近四年公布的收益，其格式一目了然，非常适合评估收益增长稳定性。它将每个财政年度的季度收益显示在一栏里，你可以将每年同期数据加以对比(例如都是把

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

截至三月份作为一个季度的数据)，从而避免了季节性变化的影响。图9-1显示了Caremark Rx的季度收益记录，该公司收益增长相对稳定，而图9-2则是收益增长不稳定的举例。

EARNINGS PER SHARE				
Quarters	1998	1999	2000	2001
MAR	0.030	0.060	0.090	0.150
JUN	0.009	0.060	0.090	0.160
SEP	0.060	0.070	0.110	0.190
DEC	0.060	0.100	0.140	0.230
Totals	**0.159**	**0.290**	**0.430**	**0.730**

图 9-1 Caremark Rx稳定的收益记录反映出该公司管理层素质良好

说明：要用上年同期的数据来作比较，而不要用上一季度，以消除季节性变化的影响。

EARNINGS PER SHARE				
Quarters	1999	2000	2001	2002
JUL	0.860	0.720	-0.610	-0.340
OCT	0.840	0.840	-0.100	-0.380
JAN	0.590	0.480	-6.260	0.310*
APR	0.660	0.370	-1.360	
Totals	**2.950**	**2.410**	**-8.330**	**-0.410***

图 9-2 Fleetwood Enterprises收益状况不稳定，管理层素质令人怀疑

高层持股状况

如果了解到公司关键管理者特别是首席执行官和首席财务官在公司持有大量股份，就吃了定心丸。怎样才算大量股份因公司规模而不同，但对首席执行官来说应该达到数百万股，首席财务官应该有数十万股。如果在公司担任要职者仅持有几千股并立即行使股票期权将股份卖出，就让人感到忐忑不安了。

雅虎是查看内部股份持有状况的最佳网站。关键人物持有股份少实际上并不是排除一只股票的决定因素，但应该与其他表明管理层素质的因素综合起来加以考虑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小结

管理层素质大概是决定公司成败的最重要因素。查看公司关键人物的资历是检验管理者任职资格的好方法。分析公司账目是否明晰，可以了解到公司管理者是属于保守型、考虑公司和股东的长期利益，还是违背原则捞取短期利益。分析收益增长稳定性和关键人物持股状况可对管理层素质有更为深入的了解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章　分析工具七：财务健康状况分析

财务健康状况

造成股价每日动荡不定的原因很多，但从长期来看，导致大多数股票下跌的因素只有两个：

1. 某些情况的发生导致收益增长预期下降。
2. 市场认为公司面临现金用光、可能申请破产的危险。

大多数分析师和个人投资者会把关注的重点放在第一点上，对第二点并不太担心。

近在眼前的安然事件就证明了这一点。该公司 2001 年底爆出了破产的消息，尽管此前发出过大量预警信号，且股价暴跌，大多数分析师仍然建议买进该股，直到前一个月左右债券评级机构将其债券降至垃圾级，这给了这家负债累累的公司进一步打击，迫使其走向破产。

这说明，一家公司要对你的投资造成毁灭性打击不必申请破产，只要接近破产的边缘，就足以让股价一跌到底。施乐(Xerox)和亚马逊(Amazon.com)这两个例子就是这样的证明，当市场开始担心其偿付能力时，股价就遭受了重创。

考虑到后果，你可能会认为分析师在作出买进/卖出评级时会将财务实力作为重要的考虑因素，而实际并非如此，所以你要自己作出判断。

幸好，从事这项分析所需的信息是现成的。由于你的目标只是确定公司是否可能破产而不是债券该评为 AAA 级还是 AA 级，因而这一过程简单明了，便于操作。本章讲述了几种不同方法，以便你根据公司的债务负担轻重来评估公司的财务健康状况。

负债低的公司最便于分析，且凭低债务这一点大概就足以让帮你确定研究范围。负债高的公司最好采用财务健康检验法加以分析，该检验要求从公司财务报表中寻找信息。如果你对上述方法并不热衷，我们在本章最后还将讲述另外两种检验方法供你选择：查看公司当前债券评级，和(或)查看债券交易员是否将风险上升的因素考虑在内。若交易员已将该因素消化，则表明他们预见到了公司无力偿债的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

查出面临财务困境的公司

面临破产的公司通常能归入以下三种情况之一：

1. 受挫的烧钱公司：有些较新成立的公司支出大于收入，现金短缺但无法进一步筹措资金。这些公司几乎没有或完全没有长期债务，因为它们最初是通过 IPO 和后续的股票发行筹集资金的。

2. 债务负担过重的公司：有些成熟的大型公司通常举债提高生产能力。当有意外情况发生时，它们就无法再赚到足够的资金来偿还债务。

3. 有偿债能力且(或)赢利的公司：有些成熟的公司提交破产申请是为了避免诉讼，如和石棉相关的索赔。

在这里，我们将关注发觉前两种情况的分析工具。但对大量虚报财务状况的公司，这些工具就不起作用了。比如，软件制造商 Lernout & Hauspie 于 2001 年初提交破产申请，而此前其账面上有 10 亿美元左右实际并不存在的现金。

简化问题

由于大多数公司不会破产，若对每只股票加以详细审查等于浪费时间。因此，你的首要任务是将强劲的股票与那些前景黯淡者区分开来，而这要首先确定你的候选股是该归入低负债还是高负债的公司。

低负债

将负债总额与所有者权益进行比较，是衡量债务是否过高或过低的最佳方法。这两项内容在资产负债表上都有显示。二者相比的结果是负债总额与所有者权益之比(TL/E)。

TL/E＝负债总额(total liabilities)/所有者权益

不要把 TL/E 与许多财务网站上所列的 D/E 及债务总额(total debt)与所有者权益之比混为一谈。D/E 比率是长期债务与所有者权益之比，债务总额与所有者权益之比是短期和长期债务总和与所有者权益之比。而负债总额中包括全部的公司负债，无论是标明的债务还是其他都包括在内。

TL/E 与传统的 D/E 比率在使用上有很大区别，我们以朗讯为例进行说明。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2001年底，朗讯宣布在过去四个季度内共计亏损130亿美元。那时的朗讯还根本算不上财务实力雄厚。这里是用该公司2001年12月31日财务报表计算出的三个比率。通常，D/E比率在0.5以下表示债务低，在1.0或以上就要归入债务高的行列了。

- D/E：0.3
- TD/E：0.3
- TL/E：1.8

按照传统指标衡量，朗讯该算低债务公司，但按照其TL/E比率则不然。这是什么原因呢？

TL/E总是高于D/E，因为TL/E中包括应付账款和应付工资，而这些在计算债务时通常并不包括在内，不过这种区别不足以将公司从低债务的一类划入高债务的一类。

然而，朗讯的资产负债表中列有51亿美元的其他流动负债，是应付账款和应付工资总额25亿美元的两倍。朗讯还列有86亿美元的其他长期负债。这51亿美元和86亿美元都不能计入D/E比率。

再来看2001年破产的伯利恒(Bethlehem Steel)。该公司宣布截至2000年12月的财政年度长期债务为8.53亿美元。但是，这一数字与26亿美元的退休福利负债相比，就是小巫见大巫了。而该项负债列入了其他债务中，按照传统记账方式是不会计算在内的。按照债务总额计算，伯利恒的D/E为0.8，介于低债务和高债务之间，但3.9的TL/E比率则清楚地说明，这家钢材制造商债务负担可能过于沉重了。

朗讯和伯利恒可能遵守了所有的规定，但这并不重要。我们没人有时间解释财务报表中的每个项目的差别。两家公司都背负着大量债务，但从传统D/E比率看来却无法察觉。

任何网站上都找不到TL/E比率，但所有资产负债表下方都列有负债总额和所有者权益总额，将二者相除，就可得到TL/E比率了。

TL/E比率是衡量债务负担的最佳指标，进而确定了该按照何种标准对公司进行必要的财务健康状况分析。我的建议见表10-1。

表10-1 TL/E比率决定了必要的财务健康状况分析

比率价值	分析
TL/E不足0.5	受挫的烧钱公司
TL/E为0.5或更高	进行详细的财务健康检验

说明：下面即将叙述对受挫的烧钱公司的分析，详细的财务健康状况检验也将在本章中进行介绍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发现受挫的烧钱公司

要发现受挫的烧钱公司,需要对公司的现金流与营运资本进行比较。让我们先介绍一下这些术语的定义。

现金流

一家公司可能在烧钱,表明它支出的现金大于收入(现金流为负值),即使公司连续多个季度宣布有收益。

为了说明这一点,我们假定公司 A 向客户 B 公布了 1 000 美元的销售收入。再假定公司 A 将 1 000 美元的订单按照已发货入账,但到季度末,客户 B 并未付款(1 000 美元未付账款记入了应收账款)。

按照规定,公司 A 将 1 000 美元作为已完成的销售任务,扣除成本和费用后将差额(比如 200 美元)作为净利润入账。

公司 A 在损益表中显示了 200 美元利润,但由于并未从客户那里收到现金,公司实际上支出了 800 美元现金。因此,其现金流,更确切地说是其营运现金流为负的 800 美元。

让我们对假设作一下修改,如果客户 B 的确在结算日之前付了款。但为获得最理想的价格,公司 A 订购了足够的原料来生产两种产品,假设价值 600 美元。因此,公司 A 库中额外存有 300 美元的原料。假设公司 A 为这些原材料支付了现金,最终欠款 100 美元(200 美元售出产品的净利润,减去 300 美元的额外存货)。因此,该公司宣布销售利润为 200 美元,但在销售之后的营运现金流却是负 100 美元。

最后再假设一种情况,客户 B 在季度末到来之前付了款,但公司 A 必须买进耗资 2 000 美元的新设备来生产该产品。公司 A 的营运现金流为 200 美元,但在支付了 2 000 美元的资本支出之后,实际公司为这项交易还多支出了 1 800 美元。自由现金流(free cash flow)是个会计术语,是营运现金流减去资本支出(工厂和设备支出)。在这个例子中,公司 A 的自由现金流为负的 1 800 美元。

财务陷于困境的公司可能会将资本支出降到最低点,因此我们将用营运现金流来分析受挫的烧钱公司。

营运资本

检验公司的现金流只能说明部分问题。你还必须估算公司的财务资源即营运资本,来确定公司是否是可能破产的烧钱公司。营运资本是公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的流动资产减去流动负债。在会计术语中，流动资产和负债指的是短期资产和负债。

- **流动资产**

流动资产包括现金和其他资产如存货和应收账款，其中不包括非流动性资产如建筑、资本设备、专利之类。

现金包括银行现金存款和短期投资。存货包括准备发货的成品、原材料及半成品(在途产品)。应收账款是已发货但客户尚未支付的款项。

- **流动负债**

流动负债包括未付税金、应付账款、短期债务及公司在今后 12 个月内不得不支出的款项。

- **流动资产与流动负债的比较**

营运资本只是用流动资产减去流动负债，是可拿来运作业务的现金。流动比率是另一个术语，表示了同样的意义，但计算它不是用减法，而是用流动资产除以流动负债。

烧钱公司分析

你可以利用多种财务网站上提供的资产负债表和现金流数据进行此项分析，但 Morningstar 的数据格式最适合需要。更重要的是，该网站显示了连续 12 个月(TTM)的营运现金流，而该数据对此项分析至关重要。

利用 Morningstar 上财务数据“Financials”栏上显示的数据(图 10-1)，用不了一两分钟就能完成此项分析。

Morningstar 的资产负债明细中分别列出了现金和其他流动资产。首先将这两项相加，计算出公司的流动资产。之后从流动资产中扣除营运负债，计算出营运资本：

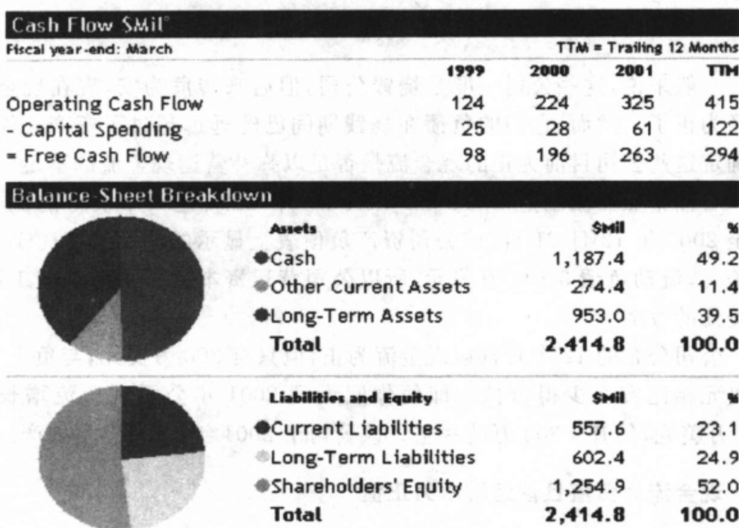
营运资本=现金+其他流动资产-流动负债

之后，估计一下当前年度可能的营运现金流。在 Morningstar 上，除连续 12 个月的营运现金流之外，还列有过去三个财政年度的营运现金流。通常，连续 12 个月的数字很适合用来作预测，但如果历史现金流每年有明显起伏，你就必须对其加以修改。比如，过去三个财政年度现金流分别为-50，50 和-20，连续 12 个月的数值为 30。在波动如此之大的情况下，连续 12 个月的数据就令人质疑了。这时你不得不运用自己的判断力，而我猜测在这个例子中，现金流大概为零。

在你得出营运资本和现金流基础上，每家公司将归入以下四类之一：

1. **现金流为正值且营运资本为正值。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



Cash Flow $Mil

Fiscal year-end: March — TTM = Trailing 12 Months

	1999	2000	2001	TTM
Operating Cash Flow	124	224	325	415
- Capital Spending	25	28	61	122
= Free Cash Flow	98	196	263	294

Balance-Sheet Breakdown

Assets	$Mil	%
Cash	1,187.4	49.2
Other Current Assets	274.4	11.4
Long-Term Assets	953.0	39.5
Total	**2,414.8**	**100.0**

Liabilities and Equity	$Mil	%
Current Liabilities	557.6	23.1
Long-Term Liabilities	602.4	24.9
Shareholders' Equity	1,254.9	52.0
Total	**2,414.8**	**100.0**

图 10-1 Morningstar 上显示了 Symantec 公司的现金流和资产负债明细，只须选择“Financial”一栏就可进入

2. 现金流为正值且营运资本为负值。
3. 现金流为负值且营运资本为正值。
4. 现金流为负值且营运资本为负值。

现金流为正值且营运资本为正值

这是最理想的结果，且实际上，你若要求每只股票都达到这样的要求肯定不会出错。公司在运营中现金流为正，且营运资本也为正。这样的公司已经有了足够的营运资本来偿还债务，并在持续不断地累积更多的现金。

软件制造商 Symantec 公司 2001 年 12 月的财务状况（图 10-1）就表明了这一点。该公司资产负债表上有现金 11.87 亿美元，其他流动资产 2.74 亿美元。扣除 5.58 亿美元的流动负债，公司营运资本为 9.03 亿美元。另外，Symantec 连续 12 个月的营运现金流为 4.15 亿美元，与此前三年数据对照来看是合理的。

当然，还可能有其他因素表明 Symantec 股票不是上佳的选择，但它不是受挫的烧钱公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现金流为正值且营运资本为负值

一般来说，这些公司一度是烧钱公司，但后来转危为安，现在现金流已经为正了。然而，它们的负债在烧钱期间已经远远超过了资产。你必须确定这些公司目前为正的现金流是否足以弥补营运现金流的不足。

石油钻探器械制造商 Global Technovations 就是一个极好的例子。截至 2000 年 12 月 21 日，该公司资产负债表上显示的流动资产为 1 400 万美元，流动负债 3 100 万美元，所以公司营运资本这一项上有着 1 700 万美元的亏空。

公司公布的 12 个月营运现金流为正，但只有 200 万美元，与负 1 700 万美元相比实在少得可怜。即便你假设到 2001 年公司现金流增长到 400 万美元，仍有 1 300 万的亏空。该公司于 2001 年 12 月申请破产。

现金流为负值且营运资本为正值

你遇到的大多数烧钱公司营运资本可能为正。在这种情况下，你需要估计一下，按照公司目前的花销状况，公司的现金能维持多长时间的运营。

完成这项工作的最佳途径，是将连续 12 个月的营运现金流转化成每月消耗资金的比率，再与营运资本进行比较。比如，如果公司每月耗资 1 000万美元，且手中的现金能够支撑 10 个月，则营运资本为 1 亿美元。

有多少现金才算够用？在这个问题上没有一定之规，但如果公司现金足以支撑至少两年，生存下来的可能性更大些。如果公司的业务计划合理，就很可能吸引更多的资本，甚至在这段时间内实现现金流为正。

相反，营运资本不足以支撑 12 个月的公司处境就危险了，除非它们在短期内筹集到更多资金。为了说明这一点，我们来看两个例子——Calico Commerce 和 Double-Click：

- **Calico Commerce**

电子商务软件制造商 Calico Commerce 在截至 2001 年 6 月的四个季度内消耗了 5 000 万美元，合大约每月 400 万美元。由于流动资产只有1 400万美元，该公司营运资本只够支撑约 3 个月～4 个月的时间。

该公司显然是受挫的烧钱公司。到 2001 年 12 月，该公司提交了破产申请，之后被 Peoplesoft 以总共 500 万美元的价格收购。在这笔收购交易中，Calico 的股东每股实际获得了 0.14 美元，与 18 个月前的股价 60 美元真是天壤之别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

• **Double-Click**

在截至 2001 年 9 月 30 日的四个季度，互联网广告公司 DoubleClick 消耗了 800 万美元资金。但是，这家网络公司中的幸存者在银行存有 1.86亿美元，加上其他流动资产共有 5.01 亿美元。由于公司流动负债只有 1.42 亿美元，公司营运资本共计 5.45 亿美元，按照目前的消耗率计算足以支撑 68 年。

有如此充足的营运资本作为后盾，该公司在现金用光之前定能找到自己的赢利模式。

现金流为负值且营运资本为负值

归入这一类的公司算是无可救药了，且通常你不会找到许多情况如此糟糕的公司。然而在 2000 年和 2001 年，这类公司却层出不穷。

网上学习基础设施供应商 Caliber Learning Network 就是这样一个例子。从 2001 年 3 月的报告上看，公司在过去四个季度内消耗资金 2 200万美元，营运资本上留下了 2 000 万美元的亏空。公司于 2001 年 5 月 22 日公布截至 3 月的业绩，而三周后就申请破产了。

简单分析就足够了

这种简单分析假设公司 12 个月现金流消耗率将保持不变，且公司的营运资本将全部及时转化成现金来支持运营费用。实际上，擦边的公司将指出如何降低现金消耗率，但反过来说，并非所有营运资本都能转化成现金，也并非所有的应收账款都能收回。总而言之，假设的错误会互相抵消，你的估计用于我们的分析也就足够接近了。

有些公司将生存下来

并非所有受挫的烧钱公司都会申请破产。有些将会找到额外的融资途径，还有些将会被收购。

你可以作进一步的研究，确认可能的幸存者。首先查看每家公司的相关消息，那些找到融资途径的公司会在新闻稿中进行宣布。

例如，无线电信产品分销商 Airgate PCS 一度就曾不断烧钱。在截至 2001 年 9 月 30 日的 12 个月里，该公司消耗了 4 100 万美元。更糟糕的是，公司营运资本有着 600 万美元的亏空。然而公司有着雷曼兄弟(Lehman Brothers)最多贷款 9 800 万美元的承诺，因此公司管理层认为资金足以支撑到 2002 年底，预计届时将实现收支相抵。

如果你未在网上查到这样的消息，可以审查公司提交 SEC 的报告，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但首先你必须确定：将时间花在这样的公司上是否比分析一家状况良好的公司更为划算。

财务健康状况详细分析

20 世纪 90 年代初具划时代意义的研究显示，价值型股票表现好于成长型股票。最近，芝加哥大学商学院的会计学教授 Joseph Piotroski 对这个结论给予了重新审视。

他发现，尽管价值型投资组合表现好于成长型的组合，但拉高回报率的只是少数股票。实际上，价值型股票中弱于大盘者比强于大盘者要多。

Piotroski 在学者中算是相当讲求实际的了。"只依靠几只表现强劲的股票，而容忍大多数每况愈下的公司的糟糕业绩"——这样的策略令他质疑。他想，假如每 100 只股票中有 5 只表现出众，而你若只买进 10 只～15 只股票，挑选到这些表现出众者中一只的可能性又有多大呢？

Piotroski 推断，由于价值型股票因出现差错而导致价值被低估，其中许多陷于财务困境，步履艰难。他认为，你可以通过剔除表现最差的股票促进价值型投资组合的总体表现。为此，他专门设计了一套简单的九步检验法，用财务报表中的指标评估财务实力。

他在每一步中提出一个问题，如果公司符合要求就加上 1 分。比如说，公司去年是否赢利？如果赢利就加 1 分，否则得分为零。对于营运现金流也是同样道理，若去年该数值为正则加 1 分，否则为零。其余七个问题检验的是资产回报率、毛利润率、资产周转率、营运资本等等。每个问题占 1 分，总分在零和 9 之间。

Piotroski 将得分在 5 以下的公司归为财务困难者，5 分及以上归为财务强劲的公司。他比较了两种情况，一种投资组合中只有财务状况强劲的公司，另一种全都是价值型股票。他发现，前者比后者的年回报率高出 7.5%。更重要的是，他发现财务状况不佳的（得分低）的公司因股价相关原因被除牌的可能性是强劲公司的五倍。

你可以使用 Piotroski 的方法寻找价值型候选股，且 AAII 在其网站（www.aaii.com）上介绍了基于该方法的股票筛选法，详见第三章。然而若经过一些修改，Piotroski 的记分体系可用来评估所有高债务公司的财务实力，而不仅是限于评估身处困境的价值型股票。

我用 Piotroski 的方法检验了一系列股票，包括价值型和成长型，并进一步研究了财务陷于困境公司的普遍影响因素。基于这项研究，我设计了一套修改版的方法，从一般负债到高额负债的公司都可使用。然而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在用于债务非常低公司时就失灵了，有时对具有实力但近期宣布现金流和收益为负的公司给出错误的分数。

因此，这套财务健康状况检验只能用于高债务公司（TL/E 比率为 0.5 或更高）。

我在介绍这套新方法的同时，将解释我对 Piotroski 原始方法作出的修改。

衡量财务健康状况

Piotroski 的得分体系包括九项检验，每一项得分或为零，或为 1。我在它原有内容的基础上作了些修改，新增了两个检验项目，其中一项得分可以为－1，零或 1，因此总体得分在－1 和 11 之间。

Piotroski 将九项检验分为三类：赢利性、杠杆作用和流动性，以及运营效率。所有检验项目都是衡量公司在 12 个月期间的表现，可以是过去已公布过业绩的四个季度，也可以是上一财政年度。使用财年数据更便于计算，但过去四个季度业绩更具时效性。

Piotroski 的许多检验项目中都包括检验期始末比率的比较，比如在此期间资产回报率（净利润除以资产总额，ROA）有否上升。我并未计算检验期开始和结束时的比率，而是走了些捷径，如，要弄清 ROA 是否真的有所增加，我用净利润增加的比率与资产总额增加的比率进行比较。其他比率在数学上的道理与此相同，只是更便于计算。

收入、利润、现金流等指标都是以 12 个月为期间计算的。资产负债表上如资产和负债等有些项目，总是比较 12 个月期间内开始和结束时的数据。

以下几段内容详细描述了 Piotroski 的九项检验内容和我增加的两项。

- **赢利能力**

利润当然是实现强劲财务实力的关键因素，因为若没有利润，大多数公司终将破产。这里是四项赢利能力测试，与 Piotroski 的方法基本相同。前两项用净利润和现金流来衡量公司赢利性，后两项用公布利润的质量来衡量。

1. 净利润：净利润是公司的税后利润，是衡量公司财务状况的重要因素。如果税后利润为正值，就加上 1 分。

2. 营运现金流：净利润是一系列会计决定的结果，营运现金流衡量的是公司用现金赚到的钱。如果为正则加 1 分。

3. ROA：ROA 是净利润除以资产总额，它衡量的是管理层将可利用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的资源转化为利润的效率。Piotroski 希望看到 ROA 每年增长，而我的要求，是净利润增长超过资产总额的增长。若达到此项要求则加 1 分。

4. 收益质量：营运现金流常常会高于净利润，因为利润要受到折旧和其他压低利润的非现金项目影响。但现金流则不然。现金流与净利润相比若偏低，表明可能是非现金会计项目夸大了净利润。如果营运现金流为正则加上 1 分。

- **债务和资本**

公司是在债务的泥沼中越陷越深，还是正在杀出一条生路？在第 5 项和第 6 项检验中就要给债务水平下降的公司加分。如果债务状况好转，是因为公司业务赢利，还是通过售出更多股票筹集了资金？第 7 项中，要给通过出售股票而不是业务运作获取现金的公司扣分。那些通过收购而不通过有机方式实现增长的公司也要扣分。

5. 负债总额与资产总额之比（TL/A）：TL/A 比率衡量的是公司的债务负担。对有实力的公司来讲，债务水平增加不一定是坏事，但由于 Piotroski 主要研究的是财务上陷于困境的公司，他希望看到债务水平下降。我将他所用的长期债务改为负债总额，因为 TL 衡量债务效果更好。若该比率上升，则增加 1 分。

6. 营运资本：即流动资产和流动负债之差，是运营业务时可运用的资金。Piotroski 希望看到营运资本的增加，以此显示公司财务状况正在好转。然而，健康的公司持续增加不必要的营运资本并没有好处，因此我对 Piotroski 的要求作了修改，只惩罚那些营运资本下降者。

流动比率（流动资产除以流动负债）是表示营运资本的另一指标。当营运资本增加时，流动比率也会上升。如果最新流动比率与去年持平或高于去年，则加 1 分。

7. 已发行股：Piotroski 给已发行股数量上升的公司减分，认为它们是在通过出售股份筹集现金或在进行收购。然而，即使公司并未发行股份进行收购或筹集现金，员工股票期权也会增加已发行股总数。我研究了几家已发行股数量增加的公司，它们并未进行大量收购，收购时也未支付现金。这些公司的股份增加比率平均小幅增长在 2%以下。我修改了 Piotroski 的检验标准，给过去 12 个月内已发行股数增加不足 2%的公司增加 1 分。

- **营运效率**

实际上，这两项检验是在给公司的运作把脉。营运利润率和资产周转率的一同增加，表明公司的竞争地位和生产能力状况都在改善。

8. 毛利润率：毛利润率的下降（毛利润除以销售收入）往往是竞争状

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况恶化和其他问题的警报，无论公司财务状况如何。Piotroski 给毛利润增长的公司加分，我也赞同这项要求。如果连续 12 个月毛利润率高于上年同期，就加上 1 分。

9. 资产周转率：即收入除以资产总额，是一项标准的生产能力衡量指标。Piotroski 给资产周转率上升的公司加分。这种做法是有道理的，因为资产的增加快于销售收入，则表明存货和应收账款增加，也就预示着收益质量存在问题。

我对该项的应用方法，是将销售收入增长与资产增长作比较。如果销售收入增长速度超过资产则增加 1 分。

- **我增加的检验内容**

10. 负债总额/EBITDA：这是一项受债权人青睐的指标。EBITDA 衡量的是公司在扣除利息、税项、折旧和摊销前的利润。信用分析师认为，EBITDA 极好地衡量了公司的偿债能力。债权人对此深信不疑，常常要求债务公司维持特定的债务总额/EBITDA 比率。若未能维持在要求的比率上，债权人就会立即要求收回贷款，而这能让一家公司走向破产。当然，债权人迫不得已才会出此下策，因为破产意味着它们最终只能收回所借出款项的一小部分。若该比率在 7～8 或更高，债权人显然就有可能采取这样的策略了。

信用分析师也常将该比率作为衡量公司信用质量的尺度。该比率低于 5 被认为是可以投资的，这些公司借款利率也能低于该比率高的公司。

分析师和债权人对这一指标的依赖，使其比其他任何单项指标都更加重要，因此我对它给予了更大的重视。投资质量比率在 5 或以下的公司获得 1 分；高于 5 而低于 8 的得分为零；在 8 或更高表明存在极大风险，减 1 分。

我用债务总额替换了负债总额，以确保将一切债务考虑在内。对大多数公司来说，这种改变不会带来显著变化。

11. 负债总额与营运现金流之比（Total Liabilities to Operating Cash Flow，TL/OCF）：有些公司发生现金流与债务之比显著（现金流至少占债务总额的 25%），且只要这种状况持续，就几乎不存在破产的风险。我增加这项指标就旨在将这些公司区分出来。给 TL/OCF 比率低于 4 的公司加上 1 分。

将检验得分加总，就得到测试总分。

及格分数

在 Piotroski 的 9 分体系中，5 分算及格了。我作的改动对他的升级

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标准没什么影响。我发现，按破产前最新财政年度财务报表中的数据来分析，以破产告终的公司得分几乎总在 1 分～4 分。

设计这一记分体系是为找出那些面临破产严重威胁的公司。显然，并非所有得分低的公司都会陷入财务困境，但我分析的所有身处困境的公司得分都很低。

如果公司得分为 5 或更高，就没有亮出红灯。Piotroski 的检验显示得分越高越好，也就是说，得分在 7 以上比 6 前景更为美好。然而，Piotroski 价值型股票的世界不能代表所有股票，我尚未发现有任何迹象表明得分为 10 的股票表现比得分为 6 者更好。

表 10-2 至表 10-6 列出的是多家公司的评分。每个表格中的日期栏是指我所分析的财务报表上的日期。比如，12/00 表示我分析的是截至 2000 年 12 月 31 日(12/31/00)12 个月内的股票表现。

安然公司正的现金流和净利润使其在截至 2000 年 12 月的 12 个月内获得了相对高的分数。由于资产周转率状况恶化，该公司在 2001 年 6 月下降了 1 分。

Exodus 公司现金流为正，收入增长强劲，且毛利润率在上升，因而获得了相对高的分数，但所有这些仍无法弥补 34 亿美元债务的影响。

Lernout & Hauspie 资产负债表上显示了数亿美元并不存在的资金，因此得到了高分。

Webvan 破产时只有欠款 1.62 亿美元，是所有破产公司中最低的。惟一的问题是，该公司没有任何收益，现金流或 EBITDA 这些必需的项目。

XO Communications 的问题与 Webvan 相同，只是欠款超过 50 亿美元。

表 10-2 2001 年或 2002 年初申请破产的公司

公司	日期	得分
Act Manufacturing	12/00	2
Act Manufacturing	6/01	3
At Home	12/00	1
Bethlehem Steel	12/00	3
Burlington Industries	9/01	3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

公司	日期	得分
Enron	12/00	4
Enron	6/01	3
Exodus	12/00	4
Global Crossing	12/00	2
HA-LO Inudstries	12/00	2
KMart	1/01	4
KMart	10/01	2
Lernout & Hauspie	12/99	8
McLeod USA	12/00	1
Polaroid	12/00	2
Webvan	12/00	1
XO Communications	12/00	3

表 10-3 被控会计欺诈但幸免于破产的公司

公司	日期	得分
Computer Associates	3/01	3
Lucent	9/99	7
Lucent	12/99	4
MicroStrategy	12/99	3
Xerox	12/99	7
Xerox	12/99	1

2001 年 4 月，《纽约时报》(New York Times)称，冠群电脑“数年来一直在使用会计手段夸大利润和收入”。该公司否认这一指控，这场官司到 2001 年 12 月仍然毫无结果。

朗讯在 1999 财政年度末得到了 7 分的高分，但每况愈下的收入增长和与日俱增的债务，使该公司三个月后得分就达到了濒临破产的标准。

2000 年 3 月，MicroStrategy 将尚未发生的销售收入记在账面上，被发现后，股价从几周前的 294 美元跌至 87 美元。

2000 财政年度，直线上升的债务和摇摇欲坠的基本面令施乐沦落到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即将破产的境地。许多人认为施乐 2001 年破产是不可避免的了，但到年底，该公司看上去似乎还是存活下来了。

2001 年所有股价大幅上涨的公司年初分数都有增加，而 Genesis Micro 却是个例外。该公司制造控制纯平显示器的集成电路。负现金流，负 EBITDA 和一系列其他项目影响了该公司的得分。

表 10-4 2001 年的强势股

公司	日期	得分
American Woodmark	4/01	9
CACI	6/01	6
Chico's	1/01	9
Christopher & Banks	2/01	9
D & K Wholesale	6/01	5
DRS Technologies	3/01	9
Escalade	12/00	8
Foodarama Supermarkets	10/00	5
Genesis Micro	3/01	2
Nash Finch	12/00	6
Nvidia	1/01	6
Nvidia	7/01	8
Penn National Gaming	7/01	8

英特尔与满分失之交臂，只因 2000 年末其流动比率较上年略有下降。微软销售收入增长率的下滑，加上收益的负增长，使其付出了未达满分的代价。思科因截至 2001 年 7 月的财政年度亏损 10 亿美元，得分收到了很大影响。

表 10-5 形形色色的知名股票

公司	日期	得分
Cisco Systems	7/01	5
Dell Computer	1/01	8
Gap	10/01	8
Gateway Computer	9/01	4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

公司	日期	得分
General Electric	12/00	9
Home Depot	1/01	8
Intel	12/00	10
Lowes Co.	1/01	7
Microsoft	6/01	9
taples	1/01	6
Wal-Mart	1/01	7

表 10-6 高债务的大型公司

公司	日期	得分
American Express	12/00	7
Caterpillar	12/00	7
Cendent	12/00	5
Coca Cola Enterprises	7/01	5
Georgia Pacific	9/01	2
Textron	12/00	6

表 10-5 所列举的公司是从高 D/E 公司中随机选取的。强大的赢利能力让除 Georgia Pacific 之外的所有公司处于危险地带之外。Georgia Pacific 高额且不断增长的债务,加上负利润,导致公司得分很低。

计算财务健康状况得分

MSN Money 是财务实力方面数据的良好来源,因为该网直接列出了 EBITDA 这一项,这样你就不必花时间计算了。

本章后面还将介绍一种财务健康状况记分表。将该表复印,在分析公司时用它来计算得分。这个过程看似麻烦,但一旦做过几次之后,就能在不到 10 分钟内完成。

该表分为两部分。上半部分用来汇集数据并作必要的计算,下半部分用来计算得分。

- **计算百分比**

在该表中需要进行两类的百分比计算:(1)简单百分比 ;(2)年度比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

较百分比。

要计算简单百分比，只要用一个数字除以另一个即可。比如，毛利润率是毛利润除以销售收入。如果毛利润是 10，销售收入是 25，毛利润就是：

10/25＝0.40 或 40％

计算年度增长百分比，要用最新数据除以上年同期数据，再从结果中减 1。比如，若最新数据为 10，上年同期数据为 7，则：

增长百分比＝(10/7)－1＝1.43－1＝0.43 或 43％

当用 A versus(vs.) B 的方式表示时，表明要按照刚介绍的百分比方法计算。

我们的计算以百万为单位，只保留一位小数。

以下的例子是用微软截至 2001 年 6 月财政年度业绩进行的计算。MSN Money 是该数据的最佳来源，因为该网的损益表(图 10-2)上将 EBITDA 列为单独的一项。

年度损益表(单位:百万美元)	6/2001	6/2000
销售收入	25 296.0	22 956.0
销售成本	1 919.0	2 254.0
毛营运利润	23 377.0	20 702.0
销售和一般管理费用	10 121.0	8 925.0
其他税金	0.0	0.0
EBITDA	13 256.0	11 777.0
折旧和摊销	1 536.0	748.0
EBIT	11 720.0	11 029.0
其他利润	－195.0	3 090.0
除息后利润	11 525.0	14 275.0
利息支出	0.0	0.0
少数股权	0.0	0.0
税前利润	3 804.0	4 854.0
特殊项目利润/支出	0.0	156.0
净利润	7 721.0	9 421.0

图 10-2 MSN Money 上是微软年度损益表的部分显示

说明：MSN Money 将 EBITDA 作为一个独立项目列出，省去了计算的麻烦。

汇集和计算

表格内容的排列方式便于你从损益表、资产负债表和现金流量表中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顺次汇集数据。图 10-3 是其中的损益表部分。

损益表
a) 销售增长:连续 12 个月销售收入______ vs. 上年连续 12 个月销售收入______ =______%
b) 连续 12 个月毛利润率:毛利润______/销售收入______=______%
c) 上年毛利润率:上年毛利润______/上年销售收入______=______%
d) 连续 12 个月 EBITDA:______
e) 净利润增长:连续 12 个月净利润______ vs. 上年同期净利润______=______%

图 10-3 财务健康状况工作表上的损益部分

- **损益表**

a) 用最新一年的销售收入和上年销售收入计算增长百分比。对微软来说,销售收入为 25 296(百万美元)(最新数据)22 956(百万美元)(上年),年增长率为 10.2%[(25296/22956)−1]。

销售增长:连续 12 个月销售收入 vs. 上年同期 12 个月
销售收入:25 296 vs. 22 956=10.2%

b) 用最新期间的毛利润和销售收入计算。微软毛利润为 23 777,销售收入 25 296。

连续 12 个月毛利润率是:毛利润/销售收入(%):
23 777/25 296=94.0%

c) 用上年同期数字重复步骤 b)。

上年同期毛利润率:上年同期毛利润/销售收入(%):
20 702/22 956=90.2%

d) 从损益表中摘取 EBITDA 数字。

连续 12 个月 EBITDA:13 256

e) 摘取最新年度和上一年度的净利润总额(Total Net Income)并计算出增长百分比。微软的利润数据为 7 346(最新)和 9 421(上年),增幅为−22%。

净利润增长:连续 12 个月净利润 vs. 上年同期数值:7 346 vs.
9 421= −22.0%

下面,填入资产负债表数据(图 10-4)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产负债表

f) 资产增长:资产总额______ vs. 上年资产总额______ = ______%

g) 负债总额(TL)增长:最新 TL ______ vs. 上年同期 TL ______ = ______%

h) 流动比率(最新):流动资产______/流动负债______ = ______

i) 流动比率(上年):上年流动资产______/上年流动负债______ = ______

j) 已发行股:最新______上年________上年×1.02 ______

k) 负债总额与 EBITDA 比率:负债总额(最新)______/EBITDA ______ = ______

图 10-4 财务健康状况工作表上的资产负债部分

- **资产负债表**

f) 记下最新和上年同期资产总额数字,之后计算变化的比率。微软的这两个数字分别为 59 257 和 52 150。

资产增长:资产总额/上年同期资产总额:59 257 vs. 52 150=13.6%

g) 记下最新和上年同期负债总额,之后计算出变化比率。微软两个数字分别为 11 968 和 10 782。

负债总额(TL)增长:最新 TL/上年 TL:11 968 vs. 10 782=11.0%

h) 流动比率是流动资产总额除以流动负债总额。按照惯例,流动比率不以百分比表示。这一步计算了最新期间的流动比率。微软流动资产和流动负债分别为 39 637 和 11 132。

流动比率(最新):流动资产/流动负债:39 637/11 132=3.6

i) 计算上年流动比率。微软的上年流动资产为 30 308,流动负债为 9 755。

流动比率(上年):上年流动资产/上年流动负债:30 308/9 755=3.1

j) 每个期间截止时的已发行股数量显示在资产负债表接近底部的位置。记下最新和上年的已发行股数。上年数字乘以 1.02(增加 2%)。

已发行股:最新 54 亿股 上年 53 亿股 ×1.02 = 54 亿股

k) 用负债总额(第 g 项)除以 EBITDA(第 d 项)计算负债总额与 EBITDA 比率。

负债总额与 EBITDA 比率:TL/EBITDA:11 958/13 256=0.9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

工作表上的现金流部分只有一项内容(图 10-5)。

现金流
连续 12 个月营运现金流(OCF)：__________

图 10-5 财务健康状况工作表上的现金流部分

- **现金流**

营运现金流(营运过程中产生的现金净额)列在现金流量表的中间部分。记下最新四个季度(连续 12 个月)的营运现金流。

连续 12 个月营运现金流(OCF)：13 422

以上完成的是最麻烦的工作。下面要做的，就只是填写评级表中的空白了。

记分表

记分表分为四部分：赢利能力，债务和资本，营运效率，Piotroski 原方法中的各项内容及我增加的两项检验。图 10-6 显示的是赢利能力部分。

赢利能力	
1) 净利润(NI)为正：____	____
2) 营运现金流为正？ ____	____
3) 净利润增长>资产增长：NI 增长____% 资产增长____%	____
4) 营运现金流>净利润：OCF ____ NI ____	____

图 10-6 赢利能力得分

- **赢利能力**

1) 净利润：使用连续 12 个月净利润(第 e 项)。如果净利润为正值，无论大小，都加上 1 分。

净利润(NI)为正：7 346＝1

2) 营运现金流：使用最新年度的营运现金流(第 m 项)。若为正则加 1 分。

营运现金流为正？ 13 422＝1

3) 资产回报率：记录净利润增长(第 e 项)和资产总额增长(第 f 项)。如果利润增长超过资产增长，加上 1 分。若二者均为负增长，而 NI 增长慢于资产增长，也加 1 分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

净利润增长>资产总额增长:NI 增长-18%

资产增长 13.6%=0

4）收益质量:如果营运现金流(第二步)超过了净利润(第一步),加 1 分。这一项是衡量利润的质量,而不是利润或现金数字是否为正。如果净利润为负,而现金流负的程度小于净利润(比如,如果净利润为-100,营运现金流为-10),加 1 分。

营运现金流>净利润:OCF 13 442 NI 7 346=1

下面,填写记分表中的债务和资本部分(图 10-7)。

债务和资本	
5）资产增长>负债总额增长:资产总额____% TL 增长____%	____
6）流动比率(CR)≥上年 CR:最新 CR ____上年 CR ____	____
7）已发行股≤上年同期已发行股+2%:最新____上年=2%____	____

图 10-7 债务和资本得分

- **债务和资本**

5）负债总额/资产的比率:如果资产增长(第 f 项)超过了负债总额增长(第 g 项),加 1 分。若负债总额增长为负,而资产增长为正或负的程度小于负债增长,加 1 分。

资产增长>负债总额增长:资产增长 13.6% 负债总额增长 11.0% =1

6）营运资本:若最新流动比率(第 h 项)大于或等于上年流动比率(第 i 项),加 1 分。

流动比率≥上年 CR:最新 CR3.6 上年 CR3.1 =1

7）已发行股:若最新期间已发行股数量(第 j 项)小于或等于上年数字加上 2%(第 j 项),加 1 分。

已发行股≤上年已发行股+2%:最新 5.4 上年+2% 5.4 =1

下面,就要记录营运效率得分了(图 10-8)。

营运效率
8）毛利润率(GM)>上年 GM:GM ____% 上年 GM ____%
9）销售增长>资产增长:销售增长____% 资产增长____%

图 10-8 营运效率分数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- **营运效率**

8）营运利润率：若最新 GM（第 b 项）超过了上年 GM（第 c 项），加 1 分。

GM＞上年 GM：GM 94.0% 上年 GM 90.2% ＝1

9）资产周转率：若销售收入增长（第 a 项）超过了资产总额增长（第 f 项），加 1 分。两数字均可为负。在二者均为负值的情况下，若销售收入收缩程度小于资产收缩程度，加 1 分。

销售增长＞资产增长：销售增长 10.2% 资产增长 13.6%＝0

最后，将两个额外检验项目的得分输入（图 10-9）

增加的检验项目	
10）负债总额/EBITDA：比率____（0～5＝1，& 8+＝－1）	____
11）负债总额 vs. 营运 C. F. 比率＜4：T. L. ____/OCF ____＝____	____
总计	____

图 10-9　增加的检验项目

- **增加的检验项目**

10）负债总额与 EBITDA 之比：记下负债总额与 EBITDA 之比（第 k 项）。如果该比率小于或等于 5.0，加 1 分。若大于或等于 8.0，减 1 分。

负债总额/EBITDA：比率 0.9＝1

11）负债总额与营运现金流之比：若负债总额（第 g 项）除以营运现金流（第二步）所得比率小于 4.0，加 1 分。

负债总额/OCF 比率＜4.0：T. L. 11 968/OCF13 422＝0.9＝1

得分总计：9

微软所得的 9 分高于我所检验的大多数公司。从财务健康角度看，分数在 4 或以下的公司是危险的，应该避免买入。得分在 5 或更高者没有很高的破产风险，但仅此而已。没有数据证明得分高的公司比得分低者股价表现更好。

债券评级

财务健康状况检验是一项彻底的分析，但需要花费一些时间和精力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了解财务健康状况的另一途径，是站在债券分析师的肩膀上。

穆迪投资服务公司（www. moodys. com），标准普尔（www. standardpoors. com）和惠誉（Fitch，www. fitchratings. com）等评级机构，对那些通过发行债券或类似信用票据筹集资金的公司进行深度的财务实力分析。接受评级的公司为这项分析支付费用，因为公司出售债券需要评级。因此，对那些只靠发行股份集资的公司，你找不到债券评级。

不要将债券评级与股票分析师的买进/卖出评级混为一谈。股票分析师主要关注的是收益增长前景，而债券分析师则把注意力集中在公司的偿债能力上。债权分析师评估财务报表、管理层素质、竞争环境和总体经济形势。股票分析师关注哪些方面该看好，债券分析师关注的却主要是可能会出哪些差错。

债券评级反映了评级机构对公司偿债能力的看法。这一信息对股票投资者与对债券投资者同样重要，因为没有债券偿付能力就会摧毁公司的股价。另外，公司债券评级还决定了公司能否筹到钱，以及借款的代价大小。债券评级的下调会导致利息支出增加，从而影响公司收益。无法筹集到新的借款能抑制公司增长，甚至导致公司破产。

债券评级机构使用字母，数字及加减号的组合来表示债券评级，如AAA，BA1，B—等等。

- 每家评级公司使用的评级符号组合可能各有不同，但 AAA 表示的永远是最高评级，任何以 A 开始的评级都是优质债券的标志。以 B 起头的评级，如 BAA 或 BBB 表示质量低于 A 级债券，但仍可考虑投资。公司评级中带有 A 或三个 B，表示大概筹集到资金不成什么问题。
- 评级带有两个 B 如 BB 或 Ba1，表示不适宜投资的等级，或者说垃圾级。垃圾级公司债券的公司大概能筹集到额外资金，但比较困难，且这些公司必须支付较高的利息。
- 单一 B 级如 B1，或双 C 和三 C 的评级，如 CC 和 CCC，表示风险极高。评为这些级别的公司债券大概无法从正常渠道筹集到资金。
- 单一 C 级表示公司已申请破产，D 级表示公司已无力偿付债券。

标准普尔常常在评级后面加上 a+或 a—的符号，表示债券在所处群体中的位置。比如，a+表示表示该评级在区间内位置居前。穆迪的微调方法是在评级前面加上数字 1、2 或 3，1 显示评级在所处区间内居前，2 表示位于中间，3 表示落后于整体水平。如果考虑改变一家公司的评级，评级机构常常将某个评级列入信用观察或审查。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

任何带有 A 或三 B 评级对我们要做的评估来说都已经很好了，因为它表示评级机构认为公司几乎没有拖欠偿付的风险。没有证据表明债券评为 AAA 级的公司股票表现比评为 BBB 级的更好。

评级机构还发布用于债券发行公司一般信用状况的评级，而不针对某次特定债券发行。穆迪对此使用同样的评级，但标准普尔则使用另一套代码表示公司信用：

- A-1，A-2，和 A-3：最佳或良好。
- B：存在信用风险。
- C：较 B 风险更高。
- D：已经无力偿付债券。

你可以在上述三家主要评级公司的网站上查看它们的评级，但还可在 BondVillage（www.bondvillage.com）或 Bonds Online（www.bondsonline.com）等网站上同时查看标准普尔和穆迪的评级。

依靠债券评级进行评估的缺点是，在情况突然发生变化下评级的修改太滞后，安然的例子就说明了这一点。

到 2001 年 3 月，当穆迪将安然债券评级从 Baa2 上调至 Baa1 时，这家能源交易商的股价仍在 55 美元左右，低于 1 月时的 85 美元。穆迪将 Baa 级视为中等级别，也就是说，“支付本金和利息是有保证的，但有因素表明未来某些时候可能出现风险”。换句话说，该债券在可投资债券中属于较低的级别。后面附加的 1 表示在本级别中位置居前。Baa1 意味着穆迪将安然排在 Baa 类级者的前列。2001 年 3 月，穆迪将安然的评级从中等投资级上调至好于中等投资级。标准普尔的 BBB+评级与穆迪如出一辙。

到 8 月中，随着安然股价跌到 40 美元左右，公司首席执行官 Jeff Skilling 以个人原因为由辞职，当时他担任这一职务只有 6 个月时间。

10 月 16 日，安然宣布公司截至 9 月的一个季度亏损 6.38 亿美元，还冲减了大量资产价值，令分析师颇感意外，股价也跌至 35 美元左右。此后，穆迪将安然的债券列入可能下调评级的观察，标准普尔却重申了 BBB+的评级。

2001 年 10 月 22 日，安然透露，SEC 就该公司和公司首席财务官负责的合伙人之间交易展开调查。这一消息将安然股价拖至 20 美元的低点。

10 月 24 日，安然首席财务官告假，公司股价跌至 16 美元。次日，标准普尔仍维持了对安然 BBB+的债券评级，但将其长期评级调至负面。

2001 年 10 月 29 日市场收盘后，穆迪将安然债券评级调至 1 月时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Baa2 的水平，并继续将评级列入进一步下调的观察。次日，安然股票收于 14 美元。

2001 年 11 月 1 日，安然股价仍在 11 美元～14 美元左右的区间内徘徊，SEC 对该公司和关联方的交易展开了正式调查，标准普尔将其债券评级从 BBB＋下调至 BBB(仍在投资级的行列)。

11 月 8 日，安然表示准备重新公布 1997 年至 2000 年间和 2001 年两个季度的收益，以反映资产负债表上未体现出的合伙交易导致的亏损。该消息将股价拖低至 8 美元。

11 月 9 日是繁忙的一天。穆迪将安然债券评级下调至 Baa3，是可投资级中最低的一级，并称仍将安然债券列入进一步下调评级的观察。安然表示，公司同意以 80 亿美元的股票将公司出售给竞争对手 Dynergy (后来 Dynergy 退出了交易)。最终，标准普尔将安然债券从 BBB 级下调至 BBB－，但仍在投资级之列；将公司信用列入负面观察。安然股价回升至 9 美元。

2001 年 11 月 19 日，安然股价仍在 9 美元左右。公司宣布债券评级的下调触发了偿债条款，要求公司在一周内偿付 6.9 亿美元的债券。次日，安然股价收于 7 美元。

最终在 11 月 28 日，股价已经跌至 4 美元。穆迪和标准普尔都将该公司债券评级调至不宜投资级(垃圾级)，导致安然股价跌至 1 美元之下。

由于无力偿付债券，安然于 2001 年 12 月 2 日申请破产。

安然的急速破产及其业务的复杂性给债券分析造成了困难，这至少是债券评级机构未能及时跟上事态发展步伐的部分原因。

安然的崩溃令评级机构颇为尴尬，这个教训迫使它们对调整评级的时效问题加以重新考虑。在你读这本书时，评级的调整大概就已经及时多了。

用债券风险溢价识别有风险的债务公司

正像安然股价变动显示的那样，公司遇到问题的消息往往在分析师修改评级前就泄漏到了投资者耳朵里。像股价波动有时走在消息前一样，债券价格也会在消息反映在评级中之前就发生变化，预示着公司的未来。在这种情况下，债券投资者在购买公司债券时会要求更高的债券收益率或者说风险溢价，作为对风险增加的补偿。因此，公司债券风险溢价可能是对潜在财务问题的预示。

比如，Kmart 2002 年初终于放弃挣扎申请破产，但 2001 年全年，该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司债券价格都有3%左右的风险溢价。网络空间租赁公司 Exodus 在 2001年9月26日申请破产前，公司债券风险溢价连续六周多时间都高达28%。安然在2001年12月2日申请破产前一个月，其债券风险溢价就在5%～7%，问题已经初现端倪。

直到最近，计算债券中消化的风险溢价一直是项相当困难的工作，但 BondVillage.com(www.bondvillage.com)这个相对较新的网站使它变得易如反掌。

以下是了解风险溢价的一些须知。

债券基本常识

大多数公司债券是个人交易商买卖的。有些人存留一些，以自己的账户买卖，另一些人则为其他交易商做代理人。不同于股票，债券没有全国报价系统，你极有可能在同一时间，从不同的交易商手中为同样的债券支付不同的价格。另外，交易商的价格通常包括一项加价，是交易商的成本和利润的反映。

债券通常以5 000美元为单位出售，但从报价上看似乎是以100美元为单位增加的。比如说，债券价格为105美元意味着票面价值100美元的债券以105美元出售，或者说体现了5%的溢价。

分析债券收益率要了解以下定义：

- 到期日：即公司必须以票面价值偿付债券的日期。到期日在四年之内称为短期债券，超过12年为长期债券，在二者之间为中期债券。
- 利率：大多数公司债券按照发行价格支付写明的固定利率，称为票面利率。
- 当前收益率：即你购买债券的回报率，通常不同于债券利率。比如，假设你以95美元购买了利率为6%的债券(在原价100美元的基础上)。你每年收到6美元的利息，但由于你只支付了95美元，你的收益率实际上是6.3%(6除以95)。
- 到期收益率：如果你持有债券，在到期日时应当收到的本金和利息的总和。比如，你若以95美元买进12个月期、利率为6%的债券，你的到期收益率是106美元(你将收到100美元本金和6美元利息)除以你支付的95美元，即11.6%。
- 可先行偿付(callable)或不可先行偿付(non-callable)(对债券来说二者兼可)：若可随时兑现，公司可在预定到期日前赎回债券。大多数债券是不可先行偿付的，一旦买了就要坚持到底。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券价格和债券收益率呈反方向移动，也就是说，当债券价格下跌时收益率上升。债券收益率和债券价格可受一些外部因素影响，如利率，以及公司债券作为投资工具的吸引力等。其债券收益率、到期收益率，以及是否可先行偿付也会影响特定公司债券的价格和收益率。幸亏有了BondVillage. com，否则对任何不从事债券交易的人来说，将这些因素梳理出来是不切实际的。

BondVillage. com 使风险溢价分析成为可能，因为它给标准普尔每个投资质量债券评级制定了平均债券收益率，之后为八种不同到期收益率(包括从 6 个月到 30 年)制定了平均债券收益率。以下是如何利用这些信息确定债券的风险溢价。

取得债券收益率

首先要取得你所研究公司的当前债券报价。图 10-10 展示了 BondsOnline. com 和 BondVillage. com 上的债券报价格式。当查看沃尔玛 2002 年 2 月的状况时，我发现 7 种不同债券的 17 种报价。由于同样的债券报价常有不同，你将看到同一种债券的不同到期收益率。我发现最好能找到一种债券三种或更多的报价。

你只需查看四项内容：标准普尔的债券评级、到期日、收益率，以及债券是否可先行偿付。抓住那些标有不可先行偿付(NC)字样的债券。我发现沃尔玛 2006 年 8 月到期(距我写作时间有四年半)的 AA 级债券有五种报价，但都在 4.5%左右。

Aa2	AA	796		Wal Mart S	5.875	10-15-2005	4.232	NC	105.439
Aa2	AA	369		Wal Mart S	5.450	08-01-2006	4.462	NC	103.903
Aa2	AA	5460	1000	Wal Mart S	5.450	08-01-2006	4.541	NC	103.583
Aa2	AA	200		Wal Mart S	5.450	08-01-2006	4.453	NC	103.939
Aa2	AA	940		Wal Mart S	5.450	08-01-2006	4.512	NC	103.703
Aa2	AA	1039		Wal Mart S	5.450	08-01-2006	4.482	NC	103.823
Aa2	AA	100		Wal Mart S	8.000	09-15-2006	4.581	NC	113.828
Aa2	AA	986		Wal Mart S	6.875	08-10-2009	5.285	NC	109.657
Aa2	AA	500		Wal Mart S	6.875	08-10-2009	5.314	NC	109.467
Aa2	AA	200		Wal Mart S	6.875	08-10-2009	5.281	NC	109.682

图 10-10 沃尔玛 2002 年 2 月底出售债券列表的一部分

说明：公司债券报价可在许多网站上获取，其中包括 BondsOnline. com 和 Bond-Village. com。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获取平均收益率

下一步，就是要将沃尔玛的到期收益率与类似债券的平均收益率进行比较。BondVillage 的 bvPerspectives 网页在一张表(图 10-11)中列出了不可先行偿付债券的必要信息。

Week of 2/25/02		Non-Callable vs	Years to Maturity				
Term	US Treasury	AAA	AA	A	BBB	BB	B
6 Mos	1.79	2.11	1.86	3.66	4.27	5.76	8.85
1 Yr	2.36	2.45	2.90	4.24	5.06	7.28	11.18
2 Yr	3.10	3.24	3.64	4.66	5.60	8.16	11.81
3 Yr	3.74	3.84	4.19	5.03	6.00	8.73	11.81
5 Yr	4.50	5.32	4.80	5.46	6.38	9.06	10.75
10 Yr	5.55	6.56	5.66	6.02	6.91	9.60	10.78
20 Yr	5.55	6.21	6.12	6.40	7.20	10.37	12.67
30 Yr	5.64	6.92	6.51	6.67	7.44	10.85	13.91

图 10-11 BondVillage 上的 bvPerspectives 网页中列出了标准普尔不同到期时间的债券评级，到期收益率，从而使对风险溢价的分析成为可能。BondVillage 每周对表的内容进行更新

BondVillage 列有三年期和五年期的债券收益率，但没有四年半的。我查看了五年期 AA 级债券的平均收益率，是 4.8%(如果你想获得更精确的数字，可以按比率估算四年半在三年和五年期收益率之间的位置)。由于沃尔玛的债券收益率是 4.5%，低于平均水平，因而没有风险溢价。

从下面对 Gap 公司的分析中，可以感受到风险溢价的存在。

我按照同样的程序对 Gap 进行分析，发现该公司有两种 BBB+级债券。我选择了一种 2007 年 9 月到期(距我写作时间还有五年半)、到期收益率在 9.7%～9.9%的债券。找到 BBB+平均到期收益率还需要另外的步骤，因为 BondVillage 的表中没有标准普尔 BBB+的评级。由于 BBB+介于 A 和 BBB 之间，我将两者的五年期收益率平均，得到 6.1%，与而 Gap 是 9.8%。

Gap 的 3.7%风险溢价说明，债券交易员认为持有该债券有风险，但认为 Gap 不一定会无力偿付。比如，2001 年 10 月，施乐的债券风险溢价在 8%，但公司并未失去偿付能力。到 2000 年 2 月，其风险溢价降至 2%以下。

债券交易员都是精明的，因而查看风险溢价可以使你轻而易举地看出他们对公司财务健康状况的看法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小结

对于每家候选公司财务健康状况都应该进行评估，这一点是无可辩驳的。你大概认为市场分析师在建议投资者买入某只股票前就做过这项工作了，但实际上并非如此，因而你要自力更生。

你可以抓住那些低债务、现金流为正且营运资本为正的公司，从而使工作得到简化。你可以查看公司债券评级和风险溢价，从而对高债务公司的财务状况有迅速的了解，但详细财务健康状况检测(Detailed Fiscal Fitness Exam)是查出面临破产公司的最佳途径。

财务健康状况工作表

公司________ 报告日期________

损益表

a) 销售增长：连续 12 个月销售收入____ vs. 上年连续 12 个月销售收入____=_____%

b) 连续 12 个月毛利润率：毛利润____/销售收入____=____%

c) 上年毛利润率：上年毛利润_____/上年销售收入___=_____%

d) 连续 12 个月 EBITDA：_____

e) 净利润增长：连续 12 个月净利润_____ vs. 上年同期净利润____=____%

资产负债表

f) 资产增长：资产总额____ vs. 上年资产总额____=____%

g) 负债总额(TL)增长：最新 TL ____ vs. 上年同期 TL ____=____%

h) 流动比率(最新)：流动资产____/流动负债____=____

i) 流动比率(上年)：上年流动资产____/上年流动负债____=____

j) 已发行股：最新____上年______上年×1.02 ________

k) 负债总额与 EBITDA 比率：负债总额(最新)____/EBITDA ____=______

现金流

l) 连续 12 个月营运现金流(OCF)：__________

列表分数

赢利能力

1) 净利润(NI)为正：____ ____

2) 营运现金流为正？____ ____

3) 净利润增长>资产增长：NI 增长____% 资产增长____% ____

4) 营运现金流>净利润：OCF ____ NI ____ ____

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

债务和资本 5）资产增长＞负债总额增长：资产总额____% TL 增长____%____ 6）流动比率(CR)＞＝上年 CR：最新 CR ____上年 CR ____ ____ 7）已发行股＜＝上年同期已发行股＋2%：最新____上年＝2%____ ____
营运效率 8）毛利润率(GM)＞上年 GM：GM ____% 上年 GM ____% 9）销售增长＞资产增长：销售增长____% 资产增长____%
增加的检验项目 10）负债总额/EBITDA：比率____(0～5＝1，& 8＋＝－1)____ 11）负债总额 vs. 营运 C. F. 比率＜4：T. L. ____/OCF ____＝________ 总计____

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章　分析工具八：赢利能力分析

你大概听说过体育运动中有“成功就是一切”的说法。在股市上也一样，在公布收益报告时期，收益就是惟一目标。但是，除存在欺诈和伪造账目的情况之外，收益并非无中生有。在本章中，你将学习如何分析公司公布收益及收益前景的依据因素。赢利能力分析的内容包括：

- 销售收入和销售增长。
- 利润率。
- 赢利能力比率。
- 现金流。

前两项，即销售收入和利润率，是公司所公布收益的决定因素。后两项，赢利能力比率和现金流，则揭示了粗略数字下面隐藏的内容。

收益来自何处？

销售收入和利润率二者共同决定了收益。以下是计算公式：

收益＝销售收入×利润率

我将它叫做 E＝SP 公式。即使你讨厌数学，代数考试不及格，也必须记住它。

E＝SP 公式清楚地告诉我们，销售收入和利润率共同决定了收益。如果销售收入上升而利润率下降，很难公布持续的收益增长，若收入下降而利润率上升也是一样。下面我们将数字代入公式来进一步说明。

假设一家公司上个季度以 15％的利润率售出了价值 1 000 美元的产品。根据 E＝SP 公式，公司收益为 150 美元。

收益＝1 000 美元×0.15 ＝ 150 美元

如果下一季度不出意外，公司将再次实现 1 000 美元的销售收入，将再次获得 150 美元利润。

果真如此，对股东来说就成问题了，因为收益增长或者说收益增长预期，通常是推高股价的因素。

E＝SP 告诉我们，推高收益的惟一途径就是提高销售收入和(或)提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高利润率。在理想状态下,良好的管理层能实现销售收入与利润的同步增长,进而使收益增长速度走在销售增长的前面。

公布收益日宣布的数字是每股收益(EPS),即净利润除以已发行股。

每股收益 = 净利润/已发行股

增长缓慢的公司可以回购股票,使已发行股数量减少,从而提高EPS。

表 11-1 显示了几家公司年度销售增长、净利润和每股收益之间的关系。

表 11-1 年平均净利润和 EPS 增长与平均年销售增长

	销售增长(%)	净利润增长(%)	EPS 增长(%)
一般情况			
Costco			
9/1991 to 9/1996	10	3	4
9/1996 t0 9/2001	12	19	16
9/1991 to 9/2001	11	11	10
The Gap			
1/1991 to 1/1996	18	20	19
1/1996 to 1/2001	26	20	22
1/1991 to 1/2001	22	20	21
Microsoft			
6/1991 to 6/1996	36	37	33
6/1996 to 6/2001	24	29	26
6/1991 to 6/2001	30	33	30
Pfizer			
12/1990 12/1995	9	14	13
12/1995 to 12/2000	12	9	9
12/1990 to 12/1000	10	11	11
Walgreen			
8/1991 to 8/1996	12	14	14
8/1996 to 8/2001	16	19	18
8/1991 to 8/2001	14	16	16

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	销售增长(%)	净利润增长(%)	EPS 增长(%)
在销售增长疲软情况下实现良好的 EPS 增长			
Avon Products			
12/1990 to 12/1995	5	8	7
12/1995 to 12/2000	5	11	16
12/1990 to 12/2000	5	9	12
IBM			
12/1996 to 12/2001	3	5	12
12/1994 to 12/2001	4	11	20
销售增长强劲而 EPS 增长更强劲			
Intel			
12/1991 to 12/1996	34	45	43
12/1996 to 12/2000	13	20	20
12/1991 to 12/2000	24	33	32
在生产率下降的情况下实现快速增长			
Cisco Systems			
7/1991 to 7/1996	86	84	72
7/1996 to 7/2000	47	31	25
7/1991 to 7/2000	67	58	49

Costco、Gap、微软、辉瑞和 Walgreen 的业绩中，净利润和每股收益都紧紧追随销售收入，这代表了大多数公司的情况。

雅芳(Avon Products)和 IBM 代表了另一种公司，即尽管销售增长疲软，但仍能通过改善生产能力和股票回购相结合的方式，实现相当幅度的收益增长。

英特尔代表了一种理想状态：销售收入迅速增长，而收益增长速度更快。然而这已经是历史了，从 1997 年～2000 年，英特尔销售增长显著放缓，尽管在此期间科技类股股价飞涨。

思科系统属于增长速度最快、但未能有效将销售增长转化成利润的一类公司。更糟糕的是，EPS 增长并未追随净利润，表明思科倾向于利用收购实现销售增长，导致股票价值被稀释。

如果从一开始，你就假设从长远角度看大多数公司收益将追随销售收入增长，肯定不会出错，但短期内情况就不同了，股价会对各种各样的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

刺激因素作出反应。能否从日复一日纷杂的消息中过滤出最本质的重要信息，就要看你的本事了。

分析历史销售收入

若你的分析从销售增长入手，效果将最为卓著，因为销售增长是实现长期增长的关键因素。首先要分析长期销售增长趋势，之后集中精力分析近期数据。

MSN Money 的 10 年摘要报告是分析长期销售数据的理想来源。表 11-2 显示了几家不同类型公司的数据。

比如说，许多专家将吉列视为成长型公司，但这家剃须刀生产商最后一次值得一提的增长是在 1996 年。可口可乐也被许多人视为成长股的中坚力量，但要看到该公司的实际增长，你必须回到 1995 年。类似的例子还有英特尔，该公司最后一次大幅的年增长是在 1997 年。在所列出的公司里，辉瑞看来是惟一一家保持长期增长的。

表 11-2　长期历史销售增长举例(单位：百万美元)

Calendar Year	Intel	Adv. Micro.	Coca-Cola	Gillette	The Gap	Chico's	Pfizer
12/2001	26 539	3 891	20 092	8 961	13 848	378	32 259
12/2000	33 726	4 644	20 058	9 295	13 673	259	29 574
12/1999	29 389	2 857	19 805	9 897	11 635	155	16 204
12/1998	26 273	2 542	18 813	10 056	9 055	107	13 544
12/1997	25 070	2 356	18 868	10 062	6 508	75	12 504
12/1996	20 847	1 953	18 456	9 698	5 284	64	11 306
12/1995	16 202	2 430	18 018	6 795	4 395	60	10 021
12/1994	11 521	2 135	16 172	6 070	3 723	59	8 281
12/1993	8 782	1 648	13 597	5 411	3 296	47	7 478
12/1992	5 844	1 514	13 074	5 163	2 960	33	7 230

成长型投资者需要候选公司有强劲的销售增长，且应该关注在过去三年内年平均销售增长率至少在 15%以上的公司。持续时间越长越好。价值型投资者不要求如此强劲的增长。对他们来说，5%的平均销售增长就足够了，但也像成长型股一样，越高越好。

2002 年初时，服装零售商 Chico 的 FAS 看起来似乎是前途光明的成长型候选股。表 11-3 显示了该公司最近几年的销售增长百分比。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 11-3 Chico 年销售收入增长

财政年度	1/2001	1/2000	1/1999	1/1998	1/1997
较上年销售增长	67%	45%	42%	11%	12%

长期趋势有助于你发现潜在的候选股，但公司不会永远保持加速增长的状态。你需要确定长期增长比率是否连续，在放缓还是在加速，才能进一步选出有前途的候选股。你可以查看最近的季度销售报告。Multex Investor 是获取这方面信息的最佳网站，因为它的 Highlights 栏中显示了四年的季度销售数据。表 11-4 是 Chico 截至 2002 年 2 月底的收入历史记录部分。

表 11-4 Multex Investor 的 Highlights 报告中 Chico
截至 2002 年 2 月底的收入历史记录部分

季度	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年
4 月	25 896	36 425	56 692	93 233
7 月	27 359	36 771	60 638	89 491
10 月	26 754	40 009	68 990	93 978
1 月	26 732	41 798	73 126	

财政年度的困惑

2002 年 2 月，我下载了 Chico 的销售数据，但 Multex 显示的是 Chico2002 年 4 月、7 月和 10 月的数据。

难道 Multex 在预测未来数据？不。Chico 的财政年度截止于 1 月。每个财政年度是以截止日期确定的。比如说，Chico1999 财年截止于 1999 年 1 月。因此，Chico 在 2001 年 4 月、7 月和 10 月的季度包括在 2002 财政年度中。

一般来说，用上年同一季度的数据来作比较，比用上一季度的数据效果更好。比如，Chico 截至 2002 年 10 月的一个季度数据最好用 2001 年 10 月的数据比较，而不是用 2002 年 7 月的。许多行业的销售收入会随一年里不同时期而波动，但若总是与上年同期相比，就在你的分析中自动消除了季节性因素的影响。

通过计算季度销售收入较上年同期增长百分比（如用 2001 年 4 月与 2000 年 4 月比较），就能对公司前景有更好的把握。表 11-5 显示了我所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计算的 Chico 销售增长百分比。

表 11-5 Chico 的季度销售收入较上年同期增长年

季度	2000 年(%)	2001 年(%)	2002 年(%)
4 月	38	56	65
7 月	36	65	48
10 月	41	72	36
1 月	52	75	

数学计算

计算年度收益增长，用最近期数据除以上年同期数据，再从所得结果中减 1。比如，要计算 Chico 截至 10 月一个财政季度的增长，只要用 93 978 除以 68 990，用所得的 1.36 减 1，就得到 0.36，或 36%。

Chico 的最近销售增长看来与历史趋势相同，只有 2002 年 10 月的一个季度(2001 日历年度)除外，该季度增长只有 2001 财年同期增幅的一半(前者是 36%，后者是 72%)。通常情况下，增长率下降到这样的程度(－50%)是对未来问题的预警。然而，9・11 恐怖袭击事件对公司 2001 年 9 月和 10 月的业务造成了干扰，大概这是导致增幅下降的罪魁祸首。Chico 的表现说明了销售收入持续增长的模式，使其成为前途光明的成长型候选股。

然而，表 11-6 显示的网上旅行社 Priceline. com 历史销售记录则是另一番情景。

表 11-6 Priceline. com 季度销售收入

季度	1998 年	1999 年	2000 年	2001 年
3 月	0	49 411	313 798	269 704
6 月	7 022	111 564	352 095	364 746
9 月	9 222	152 222	341 334	301 989
12 月	18 993	169 213	228 169	235 304

同样，计算与上年同期相比的增长百分比(表 11-7)就清楚多了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 11-7 Priceline.com 每个季度与上年同期相比的销售增长百分比

季度	1999 度年(%)	2000 年(%)	2001 年(%)
3 月		535	−14
6 月	1 494	216	4
9 月	15 54	124	−12
12 月	791	35	3

起初，Priceline.com 的销售涨势强劲，但到 2001 年，销售收入增幅消失了。从销售记录上判断，该公司可能是一家价值型候选股，但不适合成长型投资者。下面我们介绍一下成长型和价值型投资者该如何解读销售增长数据。

成长型投资者

选择那些近期销售增长与长期历史销售增长数据连贯一致或更高的候选股。选择近期年度增长至少在 15%或更高者，最高可达 50%。期望长期年度销售增长远远超出 50%是不切实际的。

价值型投资者

不必在意近期的销售增长数据。销售增长的下降大概正是该股成为价值型候选股的原因。要关注的是历史数据，还要避开长期年平均增幅在 5%以下的公司。

最近，分析师的一致销售增长预期可通过雅虎的研究报告栏获取了。该报告还有助于分析销售增长趋势。详见本书第十二章。

利润率分析

你可以利用三种不同的利润率评估赢利能力：毛利润率、营运利润率和总体利润(净利润)率。三者都可通过利润除以销售收入总额计算出来。

利润率＝利润/销售收入总额

利润率可在任何时间范围内计算(如按日，按周，按月)，但股票分析师只按季度(3 个月)，过去四个季度(连续 12 个月)或财政年度来计算利润率。三种利润率的惟一区别是用来除以销售收入的利润数字不同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

毛利润率

理论上讲，毛利润是在只考虑生产产品所需材料成本和劳动力的情况下计算出的利润。

毛利润＝销售总额－销售成本

毛利润率是毛利润除以销售收入总额：

毛利润率＝毛利润/销售收入

当 Home Depot 出售锤子时，其毛利润是售价与公司购买该产品支付的价格之差。锤子的上架成本、广告成本、记录此项目的费用和包装费用，在计算毛利润时并不包括在内。在公司的营运报表中，该产品的成本称为售出产品成本或销售成本。

上例适用于许多企业。然而还有许多其他公司，如微软，将折旧和摊销(D & A)支出加入了产品成本。在这种情况下，公司提交 SEC 的销售成本中及 Multex 编写的营运报表中，就包括了这些 D & A 支出。

但 Media General Financial Services 将包含在内的 D & A 从销售成本中扣除，在损益表中单独列成一项。该公司通过比较现金流量表中的 D & A 与损益表中列明的支出确定包含在内的 D & A 支出。

MSN Money，Hoover's 和其他网站编纂的 Media General 数据，比该公司在自己财务报表和使用 Multex 提供数据公布的销售成本要低，进而显示出的利润率也就偏高。

用 Media General 公司数据和使用 Multex 的网站上提供数据计算出的 Media General 毛利润率结果并不相同。

Media General 的方法在理论上是讲得通的，但除折旧和摊销的调整之外，该公司还对财务报表进行了一系列其他调整，包括对所公布销售收入总额的调整。该公司未就其所做调整提供任何解释，实际上这就使该公司的财务报表难以与提交 SEC 的报告相一致。

因此，我一般使用 Multex 上的财务报表，除非所比较的公司会计操作中对折旧和摊销处理方式不同，因为这种不同会对计算结果造成影响。

营运利润率

营运费用包括售出商品成本、销售成本、一般管理(SG&A)费用、研发、折旧和摊销(若不包含在销售成本中)，以及大多数其他营业成本，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利息和税金除外。

营运利润是销售收入减去营运费用：

营运利润＝销售收入总额－营运费用

由于未将利息支出和所得税计算在内，营运利润又称作 EBIT(earning before interest and taxes)，即利息和税前收益。

营运利润率＝营运利润/销售收入总额

由于折旧和摊销若未包含在销售成本中，就包括在了营运费用中，因此在你计算时，用 Multex 和 Media General 数据算出的总额之间几乎就不存在什么差异了。

净利润率

在计算净利润率时，将所有未包括在营运利润率中的其他费用都考虑在内，这些费用也就是利息支出和所得税。

税前利润是营运利润(EBIT)减利息支出：

税前利润＝营运利润－利息支出

净利润是营运利润减去利息和所得税。

净利润＝营运利润－利息－所得税

净利润率，是用净利润除以销售收入总额：

净利润率＝净利润/销售收入总额

净利润率常常被简称为利润率。净利润列于收益表中的最后一行，EPS 是净利润除以已发行股数量。

利润率的比较

这一部分描述了如何利用毛利润率、营运利润率和净利润率对候选股进行评估。

毛利润率

由于毛利润率衡量的是公司生产成本和销售价格之间的差异，生产成本较低的公司，或因产品销路好而能够收取更高价格的公司，毛利润应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高于竞争对手。表 11-8 显示了软件公司微软和甲骨文近期的毛利润率。

表 11-8 微软和甲骨文的毛利润率

Fiscal Year	Microsoft(%)	Oracle(%)
2001	86	74
2000	88	71
1999	88	65
1998	88	68
1997	86	73

从毛利润率上可以看出，两家公司处于截然不同的竞争状况。由于所有个人电脑实际上都装有微软视窗操作系统，微软公司实际上没有对手；而甲骨文则面临着来自 SAG、Siebel Systems 和 PeopleSoft 等公司的竞争。

再看一个例子。表 11-9 是微处理器制造商英特尔和高级微设备(Advanced Micro Devices)的近期毛利润率状况。

表 11-9 英特尔和高级微设备的毛利润率

Fiscal Year	Intel(%)	Advanced Micro(%)
2000	62	46
1999	60	32
1998	54	32
1997	61	33
1996	56	26

高级微设备生产的微处理器即使不比英特尔更好，也称得上毫不逊色。尽管拥有技术上的优势，但高级微设备的品牌认知度比英特尔略逊一筹。因此，高级微设备必须比英特尔定价低，才能赢得订单。更糟糕的是，英特尔生产规模更大，生产成本大概也低于高级微设备。

毛利润增高会使营运利润率上升，营运利润率增高会使利润率升高。2001 财政年度，微软获得了 31%的净利润率，甲骨文为 24%。2000 年，英特尔净利润率为 31%，高级微设备只有 21%。

高级微设备 2000 年毛利润率的上升是否预示着 2001 年将会更上一层楼呢？并非如此。2001 年，高级微设备的毛利润率降至 33%，且当年以亏损告终。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营运利润率

毛利润率之间的差异像微软和甲骨文、英特尔和高级微设备之间那样显著的情况并不多见。一般来看，相互竞争的各公司毛利润率相差不多，且年度之间的变化使这种差异更加难以察觉。

然而另一方面，营运利润率常常能说明问题，且能传达出重要信息，告诉我们在一个竞争行业中最终谁主沉浮。

20 世纪 90 年代，Bed Bath & Beyond 和 Linens'n Things 这两家亚麻布连锁店均属行业先锋。表 11-10 说明了你可以怎样运用营运利润率识别出最终的赢家。

20 世纪 90 年代初，Linens'n Things 销售收入处于领先地位，但看起来，该公司似乎无法领会到如何持续赢利。同时，Bed Bath & Beyond 年复一年持续公布 12% 的营运利润率。Linens'n Things 在 1995 年大幅下降，而这一年，Bed Bath & Beyond 销售收入超过了曾一度领先的 Linens'n Things。Linens'n Things1995 年利润率下降的原因大概是该公司为了维持市场占有率而降价。

到 2000 年，Bed Bath & Beyond 市场占有率达 60%，分明已经领先市场了。2001 年，Linens'n Things 步履艰难，发生了一大笔重组支出，其中包括关闭不赢利商店的支出。

表 11-10 Bed Bath & Beyond(BBBY)
和 Linens'n Things(LIN)的营运利润率

年度	销售收入(百万)	营运利润率(%)
2000		
BBBY	2 400	11%
LIN	1 573	7%
1999		
BBBY	1 858	11%
LIN	1 300	7%
1998		
BBBY	1 382	11%
LIN	1 067	6%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度	销售收入(百万)	营运利润率(%)
1997		
BBBY	1 067	11%
LIN	874	5%
1996		
BBBY	823	11%
LIN	696	4%
1995		
BBBY	601	11%
LIN	555	2%
1994		
BBBY	440	12%
LIN	440	7%
1993		
BBBY	306	12%
LIN	331	7%
1992		
BBBY	217	12%
LIN	271	0%
1991		
BBBY	168	12%
LIN	221	3%

Bed Bath & Beyond 为什么能迎头赶上并最终超过 Linens'n Things，原因可能是多方面的。但其中一点原因显而易见：Bed Bath & Beyond 赢利能力更强，因此拥有更多资金进行扩张。比如，Bed Bath & Beyond 从 1993 年至 2000 年产生现金 5.98 亿美元，而 Linens'同期只有 2.42 亿美元。Bed Bath & Beyond 比 Linens'n Things 多了 3.56 亿美元，可用来扩充商店或改善运营。

如果你在 1996 年 11 月 Linens'n Things 上市时买进了该公司的股票，就能获得 246%这一相当可观的回报率了。但如果你买的是 Bed Bath & Beyond 股票，回报率则高达 419%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利润率分析

尽管毛利润率对于察觉公司竞争地位的恶化有所帮助，且利润率是计算目标价格的关键因素，但我发现，营运利润率在评估公司赢利能力趋势方面最为有效。

比如，表 11-11 显示了通讯设备供应商 Black Box Corporation 营运利润率的历史记录。

表 11-11 Black Box 的营运利润率

期间	截至 2000 年 3 月财政季度	截至 1999 年 3 月财政季度	截至 2000 年 3 月财政年度	截至 1999 年 3 月财政年度	截至 1998 年 3 月财政年度	截至 1997 年 3 月财政年度
营运利润率	15.8%	20.5%	16%	19%	19%	19%

直至 1999 财政年度前，Black Box 的营运利润率一直稳定在 19%的水平。然而在截至 1999 年 3 月的一个财政年度，营运利润率降至 16%，相当于年度增幅下降了 16%(16% vs. 19%)。我早已发现，营运利润率降幅如果达到 5%(如 19% vs. 20%)之低，问题就严重了。从 1999 年 3 月至 2000 年 3 月期间 23%的跌幅(15.8% vs. 20.5%)表明状况还在继续恶化。

对洞察力敏锐的投资者来说，Black Box 2000 年 3 月的业绩就是一个预警。该公司截至 6 月的一个季度业绩低于预期，导致股价在业绩公布当日就下跌了超过 30%。

Black Box 的例子表明，分析最近一个季度的利润率对发现未来业绩滑坡的信号起着重要的作用。将季度利润率与上年同期数字作比较，而不要使用年度数据，以观察出季节性变化的影响。

成长型投资者

观察年度营运利润率，避免选择年度降幅在 5%或更大(如 19% vs. 20%)的公司。将最新季度的利润率与上年同期作比较，避免买入那些最新营运利润率降幅在 10%或更大(如 10% vs. 20%)的股票。

价值型投资者

与历史水平相比，价值型候选股的利润率通常令人失望。但在公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恢复元气之后,历史利润率对预测收益十分有用。

高利润率与低利润率

凭直觉,你可能认为挑选行业里赢利能力最强的公司是最明智的选择。这种策略对成长股投资者来说是有效的,特别是在分析发展迅速的新兴市场上相互竞争的几家公司时。但价值型投资者应反其道而行之,也就是说,挑选那些利润率低于行业水平或自身历史平均水平的公司。

比如,Albertsons,Kroger 和 Safeway 都是全美范围内营业的杂货连锁店,在许多市场上的竞争针锋相对。表 11-12 显示的是每家公司从 1992 年至 2000 年的营运利润率。表格还列出了每家公司平均价格/销售收入比率,以显示多年来市场对这些公司股票的估价状况。

表 11-12 美国三家主要杂货零售店历史营运利润率与价格/销售收入比率

	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992
Albertson's	4.8%	3.6%	4.8%	5.3%	7.0%	6.8%	7.2%	6.6%	5.9%
Avg. P/S	0.3	0.4	0.9	0.8	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
Kroger	4.7%	4.1%	2.6%	3.9%	4.3%	3.7%	3.9%	3.6%	3.1%
Avg. P/S	0.4	0.3	0.6	0.4	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
Safeway	7.2%	6.9%	6.6%	5.7%	5.5%	3.8%	4.0%	2.7%	2.7
Avg. P/S	1.1	0.6	1.2	0.7	0.6	0.3	0.2	0.1	0.1

20 世纪 90 年代初,市场估计 Albertsons 的销售收入高于另外两家,而且预计将是 Kroger 或 Safeway 的六倍。市场作出这样的估计,是因为 Albertsons 正蒸蒸日上,营运利润率大约是 Safeway 的两倍。

但到 20 世纪 90 年代中,当 Safeway 的营运利润率与 Albertsons 拉平时,Safeway 的估价也追上了 Albertsons。2000 年时,Safeway 和 Albertsons 调换了位置,市场估计 Safeway 每 1 美元销售收入几乎是 Albertsons 的四倍。那时,Safeway 的营运利润率也比 Albertsons 高出 50%,这绝非偶然。

Safeway 和 Albertsons 的估价发生这样的转变,是因为市场对赢家和输家的判断标准发生了转变,至少部分转变为以利润率为基础。你可以利用市场倾向估计出那些遥遥领先者,以下便是一例。

设想一家公司所处行业平均净利润率(净利润除以销售收入)为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7%，该公司在行业中处于落后水平：

销售收入	1 000 美元
净利润率	3%
净利润	30

简单起见，假设公司只有 1 股已发行股。再假设公司 P/E 比率只有 10，业内 P/E 平均水平是 20。设想的 P/E 比率低些是合理的，因为较低的利润率会使该公司进入输家的行列，并对股价造成打击。

如果运用代数运算，你会发现一家公司的股价等于其 P/E 乘以每股收益。

$$P=P/E \times EPS$$

在这个例子中，我规定 P/E 为 10，EPS 为 30，因此股价是 300 美元：

$$P=P/E \times EPS = 10 \times 30 = 300$$

现在，设想一年过去了，该公司宣布销售收入增长了 25%，更可喜的是，公司净利润率恢复到了 5%。尽管仍然落后，但已接近 7%的行业平均水平了。现在的情况是：

销售收入	1 250 美元
净利润率	5%
净利润	62.50

尽管销售收入仅增长了 25%，但由于利润率上升，净利润增加了一倍多。

但故事并未到此结束。市场为该公司利润率的上升欢欣鼓舞，并且感到该公司下一年度会更上一层楼，因而公司 P/E 上升到 15。这样，股价就升至 937.5 美元。

$$P=P/E \times EPS = 15 \times 62.50 = 937.50 \text{ 美元}$$

25%的销售增长与利润率的上升共同作用，使股价升至上年的三倍。

一般管理费用分析

销售和一般管理（SG&A）费用中包括了除销售成本、研发、折旧和摊销之外，一家公司的大多数营运费用。SG&A 的费用实际上就是日常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开支。

有时在损益表中，公司将营销支出与其他 SG&A 费用分开，单列一项。在我们的分析中，请将除销售成本、研发、折旧和摊销支出外的所有营运费用视为 SG&A。

SG&A 越低，说明管理层对费用的控制越严。比较相互竞争公司的 SG&A 费用，对你深入了解每家公司的运作情况十分重要。比较公司 SG&A 的最佳方法，是用总 SG&A 除以销售收入：

SG&A 在销售收入中所占百分比＝SG&A/销售收入总额

比如 1999 年时，Bed Bath & Beyond 的 SG&A 在销售收入中百分比共计 30%，Linens'为 34%。这 4%的差距是什么概念？1999 年 Linens'的销售收入共计 13 亿美元，4%的成本相当于 5 200 万美元。Linens'1999 年税前利润共计 8 500 万美元。因此，若节省下这 4%的开支，将会使税前利润上升 61%。我必须承认，这是很大的一笔费用。

观察 SG&A 占销售收入百分比的趋势，还可能有助于察觉公司运营中的问题。然而，失控的 SG&A 费用还很可能反映在日益恶化的营运利润率中。

赢利能力比率

人们常常引用投资界传奇人物沃伦·巴菲特(Warren Buffet)的话说，投资者在买入一家公司的股票时应加以分析，认真到就像要买下这家公司一样。

如果你真要买下一家公司，其中一项必须分析的内容就是投资回报率。

投资回报率＝年利润/投资总额

假如你以 10 万美元现金收购了一家公司，每年赚取利润 1 万美元，你的投资回报率就是 10%(10 000/100 000)。

股权回报率(Return on Equity，ROE)

ROE 同样是用来衡量公司给予股东回报的指标，是公司年度净利润除以所有者权益。

ROE＝净利润/所有者权益

ROE 是个广为公布的指标，许多投资经理将其作为评估公司赢利能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力的关键依据。实际上，我为编写本书而采访的许多专家，对 ROE 不足 15%的公司根本不予考虑。

在上例中，假设投资(股权)10 万美元，收益 1 万美元，年投资回报率为 10%。我们假设你再向该公司追加多少投资，都可相应获得 10%的回报。再假设你愿意将投资获利投入公司发展建设，但不愿拿出更多现金或借更多钱。

基于上述假设，你将把第一年 10%的回报(1 万美元)投入到该企业中，因此在第二年，该公司赚取 10%是以 11 万美元为基础，比第一年的 10 万美元多出 10%，以此类推。

基于我们的假设，你 10%的 ROE 限定了公司最高年利润增长。按照这样的假设，ROE 决定了一家公司能获得的最高增长率。也就是说，该公司未通过借款或出售更多股票额外筹集资金，而公司利润率保持稳定。

在我假设的例子中，设想你决定每年从公司抽出 1 000 美元的投资，但将所获回报仍投入该企业。在这种情况下，要预测今后的增长率，你 1 000美元的股息必须从 ROE 中扣除。隐含增长率这一术语界定了将派息因素考虑在内后公司可获得的最高增长率。

隐含增长率=(净利润—股息)/所有者权益

如果公司不派息，隐含增长率就等于 ROE。

假设公司不额外筹集资金，利润率保持不变，其最高年增长率就是不派息情况下的 ROE。将数字代入等式，一家不派息、ROE 为 15%的公司长期年收益增长率的上限就是 15%，若支付股息就会更低。

当然，公司常常通过借款或发售股票筹集更多资金，利润率往往也会随着时间而增长，特别是较为年轻的公司。但如果公司不采取这些方法，对股东来说往往是最有利的，原因如下：

发售更多股票会稀释每股收益。比如一家公司有已发行股 100 万股，100 万美元净利润，合每股 1 美元。然而，如果公司额外发售 50 万股股票，EPS 就会降至 0.67 美元。

如果公司采用的不是发行股份而是借款，数学计算上大同小异。比如，假设还是这家公司一年前以 8%的利率借款 100 万美元。在这种情况下，公司利润将为 92 万美元(100 万美元减去 8 万美元利息)，使 EPS 降至 0.92 美元。

尽管上述推理十分清晰，但在实际操作中，利用 ROE 评估公司的赢利能力还存在一些局限性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不要忘记 ROE 是用净利润除以所有者权益计算出来的。账面价值是体现所有者权益的另一方法。账面价值是股东的每股权益，也就是所有者权益除以已发行股。

问题出在所有者权益或账面价值的计算上。从名称上看，你大概认为账面价值是公司固定资产的价值，将资产折旧或增值因素考虑在内。资产负债表上有这样一项——资产总额，但与所有者权益或账面价值不是一回事。

根据会计规则，左侧的资产栏总额必须等于右侧的负债栏总额。资产额一般高于负债额，因此所有者权益就加在负债栏中，使二者相等，从而得出基本的会计等式：

资产＝负债＋所有者权益

或

所有者权益＝资产－负债

下面来看这个公式如何发挥作用。若一家公司现金和存货等流动资产共计 1 000 美元，长期资产如工厂和设备共计 2 000 美元。资产负债表的资产部分内容如下：

资产

流动资产	1 000
长期资产	2 000
资产总额	3 000

如果该公司所欠应付账款及其他短期债务为 800 美元，长期贷款 300 美元，则负债部分内容如下：

负债

流动负债	800
长期负债	300
负债总额	1 100

资产比负债多出 1 900 美元，这部分就是所有者权益。因此完整的资产负债表如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产

流动资产	1 000
长期资产	2 000
资产总额	3 000

负债

流动负债	800
长期负债	300
负债总额	1 100
所有者权益	1 900

如果公司去年收益为 250 美元，其 ROE 就是 13%：

ROE=净利润/所有者权益=250/1 900=13%

现在，我们来看另一家资产负债状况类似的公司，只是其长期负债不是 300 美元而是 1 500 美元。

资产

资产总额	3 000

负债

流动负债	800
长期负债	1 500
负债总额	2 300
所有者权益	700

如果第二家公司像第一家公司一样收益为 250 美元，其 ROE 就将是 36%而不是 13%了：

ROE=净利润/所有者权益=250/700=36%

在其他因素相同的情况下，债务最高的公司 ROE 也最高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再看些真实的例子。表 11-13 比较了 Church & Dwight 和 Andrew Corporation 两家公司的 ROE。前者制造基于碳酸氢钠的产品，后者是一家通讯产品供应商。

表 11-13 Andrew 和 Church & Dwight 的 ROE 计算

Andrew(截至 2001 年 9 月的财政年度)	
销售收入	10.5 亿美元
净利润	6 170 万美元
ROE	10%
Church & Dwight (截至 2001 年 12 月的财政年度)	
销售收入	10.8 亿美元
净利润	5 090 万美元
ROE	18%

两家公司公布的销售收入总额几乎相同，但 Andrew 的利润却高出 20%以上。然而，坚持最低 ROE 必须在 15%的投资者却会拒绝 Andrew 而垂青于 Church & Dwight，为什么呢？因为债务！Andrew 的负债总额只有 2.57 亿美元，不到 Church & Dwight 的 6.67 亿美元的一半。

由于其他条件相同，大多数投资者更青睐债务低的公司而不是高额举债者。但显然，在 ROE 的公式中恰恰相反，它不利于那些有效运营公司但不利用借款者，而有利于那些与债务挂钩者。实际上，如果一家公司偿付了债务，其 ROE 会下降，而不是上升！

- **ROE 检验**

有些聪明的投资经理相信 ROE 是衡量赢利能力的最佳指标。如果你加入了这个阵营，可以比较账面价值增长率与 ROE，从而克服 ROE 在债务方面的局限性。也就是说，如果管理层用 ROE 适当地进行再投资，公司的账面价值(所有者权益)应与 ROE 以同样的幅度增长。

资本回报率(Return on Capital)

资本回报率(又称投入资本回报率)公式，是在 ROE 公式基础上加入了长期债务。

资本回报率＝净利润/(所有者权益＋长期债务)

表 11-14 表明，应用 ROC 公式对 Andrew 和 Church & Dwight 进行分析，与用 ROE 大不相同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 11-14 Andrew 与 Church & Dwight 的 ROC

	ROC
Andrew	7.9%
Church & Dwight	7.4%

ROC 公式使分析结果有很大改观，但并未彻底解决问题。当公司遵照会计规则的意图而不是字面含义进行操作时，ROC 就起作用了：

1. 公司将应付账款、应交所得税等项目列为短期负债。
2. 公司将所有长期债务都列在资产负债表的“长期债务”一项中。

这种情况并不经常发生。有些公司用不断重复的短期项目替代长期债务，并在资产负债表中将其列为短期债务。有些公司将长期负债列为其他长期负债，而不是长期债务。

无论列在哪一项中，债务终归是债务。除彻头彻尾的欺诈外，所有债务都将在资产负债表中记作负债。将每个项目计算在内，比试图揣测公司会计人员的心思来得更容易。

资产回报率

让我们再看一下基本的会计等式：

资产总额＝负债总额＋所有者权益

负债总额就是公司表示所欠的债务，无论出现在资产负债表上什么位置。运用 ROE 类型的公式，旨在通过比较净利润与资产来衡量公司赢利能力。ROA 公式就起到了这个作用，它的计算方法是用净利润除以资产总额，资产总额中包括所有者权益和一切债务。

资产回报率＝净利润/资产总额

从表 11-15 中可以看出，在将所有债务考虑在内的情况下，Andrew 赢利状况比 Church & Dwight 好。

表 11-15 Andrew 与 Church & Dwight 的资产回报率

	ROA
Andrew	7.2%
Church & Dwight	5.4%

Church & Dwight 将 6 400 万美元的长期债务列为其他负债，而在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ROC 公式中未将这一项计算在内。这 6 400 万美元中包括哪些内容呢？包括递延（仍欠交）所得税、退休福利及其他未说明的长期负债。ROA 比较的是公司利润与全部投资。

ROA 在评估赢利能力方面比 ROE 和 ROC 有优势的另一原因是它非常稳定。在公司所有者权益为负，即负债超过了资产时，ROA 仍可计算。表 11-16 是 Safeway 三个指标的比较。

表 11-16 Safeway 财政年度末各项赢利能力比率(%)

Fiscal Year	ROE	ROC	ROA
12/2000	20	10	7
12/1999	24	9	7
12/1998	26	10	7
12/1997	29	12	7
12/1996	39	16	8
12/1995	41	12	6
12/1994	39	9	5
12/1993	32	4	2
12/1991	37	3	2
12/1990	neg.	3	2

Safeway 的历史 ROE 比率说明了赢利能力下降的趋势。实际上，Safeway 的 ROE 下降是因为公司用现金偿还了债务。该公司 ROA 历史数据表明，公司赢利能力在 20 世纪 90 年代初提高了，之后稳定了下来。

ROA 在分析同一行业相互竞争的公司时十分有用。比如，表 11-17 是对 Albertsons、Kroger 和 Safeway 三家公司 ROA 的比较。

表 11-17 三家主要杂货连锁店 ROA 历史数据(%)

	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991
Albertson's	5	3	5	15	11	11	12	10	10	12
Kroger	5	4	3	9	6	6	6	4	2	3
Safeway	7	7	7	7	8	6	5	2	2	2

1998 年前 Albertsons 利润一直领先，后来因收购 American Stores 而交了厄运。Safeway 在早期进行了一次融资收购之后，于 1990 年上市。Safeway 在 20 世纪 90 年代初的低 ROA 比率反映了该公司在首次公开募股后的债务状况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除相互竞争公司的比较之外，ROA 在绝对基础上评估赢利能力也行之有效。ROA 比率高者的赢利能力高于 ROA 比率低者，且在 ROE 一节中描述的隐含增长局限性同样适用于 ROA。ROA 高的公司无须通过借款或额外发行股份来筹集资金，就可实现比低 ROA 公司更快的增长。

怎样的 ROA 才算得上令人满意？我在 2002 年初的一次筛选中，列出了所有满足下列条件的公司的五年平均 ROA：

1. 公司不从事公用事业、采矿、房地产、石油勘探或石油生产行业，因为这些行业中许多公司可能公布不同寻常的高 ROA。

2. 市值必须大于 5 亿美元，股价高于 5 美元，连续 12 个月销售收入超过 8 000 万美元，连续 12 个月税后利润超过 100 万美元。这些要求可将那些非常小的公司，以及那些销售收入或利润状况平平者排除在外。

只有 1 339 家公司符合要求。其中，543 家公布的五年平均 ROA 为 7%或更高，305 家 ROA 在 10%或以上，只有 144 家在 15%或更高。

由于 ROA 将负债因素考虑在内而 ROE 没有，一家公司的 ROE 总是高于 ROA。这种差异是由债务和其他负债的金额决定的。在筛选出的 1 339 家公司中，616 家宣布 ROE 在 15%或更高，338 家公布的 ROE 至少达到 20%。

我为撰写本书访问的大多数投资经理表示，他们要求 ROE 比率最低为 15%。但若要筛选出同样数量的公司，ROA 不足 7%的公司你也必须接受。

基于初步研究，ROA 在 7%是可以接受的水平，但 10%就更理想了，且越高越好。

边际资产回报率

赢利能力比率反映了公司总投资的回报率，而不考虑投资日期。有些投资经理通过衡量大多数投资的回报率洞悉公司状况，计算边际股权回报率、边际资本回报率或边际资产回报率。

你可以计算边际资产回报率，方法是用净利润的变化数额除以在此期间的资产价值变化。为计算出去年的边际 ROA，要算出去年与前年净利润之差，除以一年来的资产增长。尽管理论上讲得通，但我发现计算出的结果因波动太大而失去了价值。表 11-18 显示的就是 Safeway 边际 ROA 回报率的历史数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 11-18 Safeway 的边际 ROA

年度	边际 ROA(%)
2000	5
1999	−8
1998	0
1997	−10
1996	27
1995	30
1994	100
1993	10
1992	20
1991	−23

现金流分析

现金流是个容易理解的概念。如果你 1 月 1 日时银行账户里存有 5 000 美元，到 12 月 31 日只有 1 000 美元了，你当年的现金流就是负的 4 000 美元，无论你向美国国税局(IRS)上报的利润是多少。公司会计遵守着同样的规则，只是数额更大。

有趣的是，直到 1987 年，公司在财务报告中提交现金流量表才开始成为一项要求。

会计人员先报告收益，之后将从收益中扣除的非现金项目再增加进来，从而构成现金流量表，而不是让现金实际从银行账户流出。

比如，折旧和摊销费用体现了固定设备和其他资产账面价值的减少，但并不要求实际有现金支出。

营运资本的变化

现金流的另一类型——营运资本的变化，体现了损益表中未公布的实际现金流入和流出量。

比如说，用来购买原材料的现金，在制成成品并卖出之前并不对利润造成影响。所公布期间的存货成本变化净额要从现金流中扣除，因为这笔钱已经花出了，但未从公布的利润中扣除。

应收账款是客户对公司的欠款，通常在从客户实际收到现金很久以前，在开列账单时就记作利润。由于公司实际并未得到这笔现金，净增的应收账款应从营运现金流中扣除。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应付账款是公司欠材料和服务供应商的款项。这些支出在开列账单时就从利润中扣除了，而不是在款项实际支付时再予扣除。由于公司并未支出现金，应付账款额的增加（未支付的账单）加进了公司账户余额中，因此也致使营运现金流上升。

让现金来说话

尽管公司可以用尽各种手段操纵所公布的收益，但除直接的欺诈外，他们在捏造银行账户余额方面几乎无能为力。

截至 1999 年 9 月的财政年度，朗讯宣布净利润为 48 亿美元，但即使在加进 13 亿非现金折旧和摊销之后，当年该公司银行账户实际还是萎缩了 18 亿美元。这种差异是如何造成的呢？不断膨胀的应收账款和存货，共占去了 48 亿美元，其他未特别说明的营运资产和负债变化导致现金流失 23 亿美元。在朗讯公布了上述业绩报告之后，公司股价从 2001 年 7 月的 60 美元一路下跌至年底时的 7 美元，而在此期间，投资者有 7 个月的时间可以作出反应。

ACT Manufacturing 的反面教材效果就更明显了。这家合约制造商 1999 年宣布净利润为 62 亿美元，但实际现金亏损了 4 900 万美元。这些现金究竟用在哪里了？日益膨胀的应收账款和存货仍是罪魁祸首，吸收了这家处境艰难的公司 1.33 亿美元现金。2000 年状况更加糟糕，公司公布的净利润为 2 900 万美元，但你若计算现金，则亏损 6 200 万美元。该公司显然无法维持这样的利润增长，于 2001 年申请破产。

对伪造账目的公司高层人士来说，营运现金流数字有捏造的空间，但所有的资金流入和流出都必须反映在现金流量表中。否则，总现金流量无法与银行账户总额取得平衡。

由于现金流量表必须与实际现金量相等，精明的投资者对现金流比对公布的净利润更为关注。现金流量表由三部分组成：营运、投资和融资活动。

- 从理论上讲，营运现金流包括与公司主营业务相关的所有项目。
- 一般认为，投资现金流限于资本支出和其他投资。
- 融资活动在理论上包括出售股份或回购带来的现金流以及债务状况的变化。

然而按照会计规则的要求，某些项目须出现在现金流量表中奇怪的位置上，这一点你将在下一部分中看到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

记账中的不确定项目

递延税项是已从利润中扣除但并未实际支付的所得税。从逻辑的角度讲，递延税项是一项融资，该加入到营运现金流中。

按照会计规定，公司可以选择将大多数软件开发费用资本化。资本化的软件开发费用可视为资本支出对待，也就是说，该项费用的价值随着时间的推移而贬损，而不是在费用支出当年从利润中扣减。由于有些公司将软件开发费用资本化而其他公司没有，你在比较不同公司营运现金流时，列入资本部分的软件开发现金流应从营运现金流中扣除。

在我写这本书时，以发放股票期权取代支付更多薪水的公司无须将这些期权的成本作为费用显示在现金流量表中。但公司还是必须将这些成本从所得税清单中扣除，这样就增加了营运现金流。在你读这本书时，关于员工股票期权费用账务处理方面的规定有可能已经发生了改变，但眼下，这些期权可能导致所公布现金流夸大。比如，思科在截至 2000 年 7 月财政年度的现金流量表中宣布，营运现金流为 61 亿美元，但在这个总额中，有 25 亿美元来自员工股票期权相关的所得税优惠，占现金流总量的 41%。

你必须查看每家公司提交 SEC 的原始现金流量表，以了解员工股票期权的相关账务。大多数网站不在财务报表中单独列出这一项，而是将其包括在“其他营运项目”中。

利用营运现金流

就了解一家公司的赢利能力而言，使用营运现金流比使用所公布的收益能取得更好的效果。在大多情况下，前面提到的记账中的不确定项目不会对你的分析造成显著影响。

然而，如果你的确希望展开一次彻底的分析并检查存在的不确定项目，最好用 Free Edgar(www. freeedgar. com)或类似网站下载详细的现金流量表。在展开分析前，先减去那些不确定项目，如递延所得税、员工股票期权税收优惠和其他你从现金流量表中可能发现的项目。

许多学术研究发现，营运现金流为正值的公司表现好于现金流为负者。然而，负的现金流并不总是意味着问题。成长迅速的小公司常常吸纳大量现金来支撑公司发展，但发展慢些的公司，比如年销售增长幅度不足 30%的公司，现金流则应为正。那些销售收入增长在 10%～20%的成熟公司，应产生大量的营运现金流。**许多投资者将营运现金流视为考虑购买一只股票的先决条件。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多少营运现金流(OCF)才算充足？表 11-19 就是几个营运现金流强劲的例子。

近期学术研究发现，关注营运现金流和净利润之间的关系有助于查出收益质量可能存在问题的公司。通常，营运现金流数额应高于净利润，因为从净利润中扣除了的非现金折旧和摊销支出会增加到营运现金流中。营运现金流若少于净利润，表明应收账款或存货水平可能上升，而这二者都预示着未来收益将令人失望。净利润上升而同时营运现金流下降是最危险的信号，这个问题我们将在本书第十二章中详细探讨。

然而，营运现金流并不能说明一切。折旧体现了以往资本支出的老化过程。营运现金流公式将从净利润中扣除的折旧加了回来，但并不计入新的资本支出。

表 11-19 营运现金流举例

公司	财政年度	营运现金流（百万美元）	占销售收入百分比(%)
Bed,Bath,and Beyond	3/2001	198	8
Dell	2/2001	4 200	13
Safeway	12/2000	1 901	6
Starducks	9/2001	461	17
Wal-Mart	1/2001	9 600	5

自由现金流

自由现金流是在工厂、设备软件开发及类似项目等资本支出之外的剩余现金。尽管应用广泛，但自由现金流并不显示在现金流量表上，你必须自己计算。

自由现金流＝营运现金流－资本支出

为了便于分析，资本支出中包括了资本支出本身及资本化的软件支出、收购成本等所有变量。

自由现金流对许多投资者来说十分重要，有些人希望在这一项中看到很大的正值。然而，许多公司在业务经营中支出了几乎所有的自由现金流。表 11-20 列出了与表 11-19 相同公司的自由现金流。

在所列公司中，戴尔是惟一未将大多数营运现金利润用于业务扩张的公司。你将常常看到有些公司偶尔出现营运现金流为负的情况，但只要这不成为公司的一种习惯，就不该对你的分析造成影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 11-20 自由现金流举例

公司	财政年度	营运现金流（万元美元）	自由现金流（百万美元）
Bed,Bath,and Beyond	3/2001	198	58
Dell	2/2001	4 200	3 713
Safeway	12/2000	1 901	488
Starducks	9/2001	461	77
Wal-Mart	1/2001	9 600	935

现金流为正和快速增长是不是很难二者兼得？的确如此，但并非不可能。表 11-21 就是几家近期发展迅速的公司营运现金流为正的例子。

表 11-21 公布现金流为正而发展迅速的公司

公司	财政年度	占销售收入百分比(%)	营运现金流(百万美元)	自由现金流(百万美元)
Chico's FAS	2/2001	67	39	－1
Christopher & Banks	3/2001	60	27	10
Escalade	12/2000	35	12	10
Nvidia	1/2001	96	68	32
Penn National Gaming	12/2000	72	42	－188

Penn National 的自由现金流负值是支付一笔 2.03 亿美元收购引起的。

该表表明，迅速发展型公司仍有可能做到营运现金流和自由现金流均为正值。

烧钱公司必须定期通过发售股票或借款筹集更多现金。无论选择哪种方式，现有股东收益都会减少。现金流为正是小公司之所以能壮大起来的原因。在美国的证券交易所共有超过 9 000 只上市股票，为什么不理直气壮地将营运现金流为正作为最低要求，或至少要求自由现金流接近盈亏平衡点呢？

有时候，发展迅速的公司暂时烧钱也在情理之中，比如为了建造新工厂或收购一项必要的技术。但在公司 SEC 报告的管理层讨论部分应对资金流出大于流入作出解释。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现金流季度报告

不同于单独反映每季度业绩的损益表，现金流量表只反映今年迄今的数字。因此，第二季度的现金流量表显示的是第一和第二季度状况的总和，第三季度则反映前三个季度状况，依此类推。

查看第三季度数字的惟一方法，是从三个季度的总和中减去第二季度数字。虽然有些麻烦，但利用 MSN Money 或 Multex 等网站，这种方法还是可行的。这些网站上都连续显示了最近五个季度的数据。使用公司提交 SEC 的报告要困难得多，因为在这些报告中，现金流量表并不显示从年初到前一季度的累计数据。

EBITDA 与营运现金流

EBITDA 代表利息、税项、折旧和摊销前收益，常常用来代替营运现金流评估公司经营状况。EBITDA 是用来描述公司主营业务实际发生现金的指标，与营运现金流用途相似，但计算方法却不一样。

营运现金流是用净利润计算的，但 EBITDA 却需要营运利润。营运利润又称 EBIT，即利息和税前收益。EBITDA 的计算方法是将折旧和摊销费用再加入到营运利润中。

EBITDA 在公认会计准则(GAAP)中没有定义，也未列在大多数财务报表中。实际上，MSN Money 是我发现的惟一在损益表中将 EBITDA 单独列成一项的网站。

EBITDA 的计算并不困难，因为大多数损益表中都列有营运利润(EBIT)。你可以在营运利润中加入折旧和摊销，从而计算出 EBITDA。

EBITDA＝营运利润(EBIT)＋折旧＋摊销

折旧和摊销的变化数字显示在现金流量表或损益表中，或者在两种报表中均有显示。

许多公司在其公布收益的新闻稿中公布一个它们称为 EBITDA 的数字，但由于 EBITDA 并非正式定义的术语，这些公司常常改变其含义，以粉饰数字。如果你想使用 EBITDA，不要注意新闻稿中的数字，而要查看 MSN Money 或自行计算。

像营运现金流一样，EBITDA 对营运资本的变化并无影响，这对 EBITDA 来说既是优点，又是缺点。

前面讲过，比较营运现金流和净利润有助于确认潜在的收益质量问

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

题，即应收账款和存货水平的异常增加。因此，用 EBITDA 替代营运现金流，要求你进行数学计算，并用应收账款和存货水平与销售收入相比较，以发觉收益质量问题。关于收益的质量问题，我们将在本书第十二章中详述。

有些分析师并不看重营运资本的变化。他们认为，应收账款和存货水平通常是随市场行情而改变的，但长期过高会导致不良后果。对这些分析师来说，EBITDA 是比营运现金流更理想的指标。

使用 EBITDA 的一个主要好处在于，它不会随递延所得税和员工股票期权所得税优惠等不确定项目一起膨胀。用 EBITDA 取代营运现金流还避免了非正常营运资本变化的误导。

在 EBITDA 作为参照指标方面，戴尔提供了极好的例子，说明该指标比现金流更为优越。表 11-22 显示了戴尔截至 1999 年 2 月和 2000 年 2 月财政年度的 EBITDA 和营运现金流。

表 11-22 戴尔电脑的 EBITDA 与营运现金流的比较

财政年度	EBITDA(百万美元)	营运现金流(百万美元)
1999 年 2 月	2 149	2 436
2000 年 2 月	2 419	3 926

2000 财政年度，戴尔的营运现金流增加了 14.90 亿美元，而 EBITDA 仅增加了 2.7 亿美元。这种差异是如何造成的呢？

表 11-23 列出了戴尔 1999 和 2000 财政年度的营运资本变化。

表 11-23 戴尔 1999 和 2000 财政年度的营运资本变化

存货	+1.18 亿美元
应收账款	+5.14 亿美元
应付账款	+11.4 亿美元
营运资本变化	+5.09 亿美元

在此期间，戴尔对供应商的应付账款增加了 11 亿美元。按照我们的计算方法，增加的应付账款要算作营运资本，存货和应付账款则应扣除。戴尔通过延期向供应商付款，仅靠营运资本的变化就实现了 5.09 亿美元的营运现金流增长。

表 11-24 是从 1999 年至 2000 年不确定营运现金流项目增长，在戴尔营运现金流中占 7.9 亿美元左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 11-24 戴尔 2000 财政年度不确定的营运现金流项目

员工股票期权所得税优惠	5.96 亿美元
已收购的研发项目	1.94 亿美元

对于公司高层人士私自将 EBITDA 作为标准提高营运业绩的做法，许多专家嗤之以鼻。对此，你应该自己作出判断。

自由 EBITDA

像资本支出减去营运现金流得出自由现金流一样，你可以自己计算出自由 EBITDA，方法是用 EBITDA 减去资本支出：

自由 EBITDA＝EBITDA－资本支出

由于用 EBITDA 替代营运现金流可以消除不确定的营运现金流项目和短期营运资本变化引起的波动，自由 EBITDA 应能比传统自由现金流指标更好地反映公司扣除资本支出后的现金流状况。

表 11-25 是对 Impath 最近几个财政年度自由 EBITDA 和自由现金流数字的比较。

Impath 的自由 EBITDA 数字反映出适度稳定增长的趋势，与自由现金流形成鲜明对照，而这主要是由 Impath 应收账款造成的。比如，2000 年公司应收账款共计增加了 1 500 万美元，增幅 43%，但由于同期公司销售收入增长了 62%，这并不是一件坏事。

表 11-25 Impath 公司自由 EBITDA 与自由现金流的比较

年度	自由 EBITDA（百万美元）	自由现金流（百万美元）
2000	22.8	0.0
1999	15.2	－2.3
1998	2.5	－7.8
1997	3.2	－3.2
1996	0.3	－1.6
1995	－1.0	－0.2
1994	－0.2	－0.2
1993	0	－1.1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小结

销售增长、营运利润率、赢利能力比率和现金流都在赢利能力等式之中。本章描述的许多分析工具有两重目的:(1)确定公司的绝对赢利能力。(2)帮你挑选出在一个市场部门中赢利能力最强的企业。分析候选股的赢利能力是专业人士常常要做的工作,而个人投资者往往会忽视这一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章　分析工具九：察觉预警信号

股价最终反映的是市场对公司收益增长的预期。只要公司能持续达到或突破预期，就会一帆风顺。但公司高层人士面临着一项异常艰巨的任务。从数学角度讲，在销售收入达到一定水准之后，就不可能再维持早期的增长率。表 12-1 显示的就是一些近期超速发展的公司的销售增长率。

表 12-1　几家发展迅速的公司年销售增长率

Company	2001	2000	1999	1998	1997
Amazon. com	13	68	169	312	825
eBay	74	92	161	108	
Priceline. com	−5	156	1 300		

有趣的是，无论经历超速发展的是一家公司还是一个行业，每个涉足其间者，特别是公司高层人士和追踪该公司股票的分析师，都相信这种高速发展在不远的将来会持续下去。实际上，公司高层预想的增长目标还要更高，分析师也就欣然跟随。

然而，引力定律仍然适用，且随着时间的推移，公司高层开始为维持增长苦苦挣扎，实现预期变得越来越困难。最终，公司还是力不从心了。公司降低预期参考，并且(或者)达不到收益预期，一切都急转直下，特别是股价。

这些灾难有时看起来好像是突然间发生的，似乎无法预见，但一般来说并非如此。通常有不止一个信号出现，如果当时早些注意到，就能向股东发出灾难的警报。

第四章向你讲述了如何从分析师收益预期中查出潜在的灾难性损失。在本章里，你将学习如何从财务报表中查出灾难来临的蛛丝马迹。这种分析聚焦在两个方面：销售增长的放缓和管理层为掩饰增长放缓而伪造的账目。我将在这一分析中查出的线索称作红色信号，因为它提示了收益可能不达预期，也许就近在下次收益报告公布之时，甚至再早些，其表现是公司管理层降低预期参考数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你可以通过以下数据的分析探测出未来可能面临的灾难:

- 销售增长趋势。
- 应收账款和存货水平。
- 养老金计划所得。

你还将学会察觉黄色信号,这类信号也预示着公司面临业绩不达标的潜在威胁,但危急程度不像红色信号那么高。你可通过评估以下内容发现这些信号:

- 资本支出。
- 所得税税率。

销售增长趋势

尽管前面已经提过,但这一点还是有必要再重复一遍:市场根据收益预期确定股价,而收益则来自销售收入。这一点很重要,因为销售增长的放缓常常走在令人失望的收益前面。

Zoll Medical 就是一个典型的例子。该公司制造去纤颤器,该产品可在患者心脏病发作时使其苏醒过来。表 12-2 是该公司从 1998 年至 2000 年的销售收入和收益,在 Multex Investor 的 Highlights 报告中有显示。

表 12-2 Multex Highlights 中 Zoll Medical 的季度销售和收益数据

季度	1998 年	1999 年	2000 年
季度销售收入(单位:百万美元)			
3 月	13.6	17.9	25.7
6 月	12.9	20.8	27.4
9 月	16.2	23.9	28.8
12 月	16.1	24.4	28.6
季度 EPS			
3 月	0.05	0.14	0.23
6 月	−0.13	0.22	0.28
9 月	0.06	0.32	0.34
12 月	0.10	0.19	0.26

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为消除季节因素引起的变化，最好用公司销售收入或收益与上年同期数字比较，而不要使用前一季度数据。比如，要用截至 2000 年 12 月的一个季度数字与截至 1999 年 12 月的季度数字比较，而不要使用截至 2000 年 9 月的数字。

从数字上看出，Zoll 公布的收益增长数字是连贯一致的。然而你在计算年度增长百分比(表 12-3)时，情况就截然不同了。

表 12-3 Zoll Medical 的季度销售收入和收益与上年同期相比的增长百分比

季度	1999 年	2000 年
季度较上年同期销售收入增长(%)		
3 月	32	43
6 月	62	32
9 月	47	21
12 月	52	17
季度较上年同期收益增长(%)		
3 月	180	64
6 月	nm	27
9 月	433	6
12 月	90	37

在从截至 1999 年 3 月季度到截至 9 月的季度数据中可以看出，Zoll 在 1998 年各季度收益没有增长。然而从截至 1999 年 12 月的季度开始，收益表现出稳步增长的趋势。

然而，销售增长数字则是另一番情况。Zoll 在截至 2000 年 3 月的一个季度销售收入增长了 43%，超过了 1999 年同期的增长率。但 6 月数字表现出来的情况则恰恰相反。截至 2000 年 6 月的一个季度，公司销售增长率约是 1999 年同期的一半。这种趋势在截至 2000 年 9 月的一个季度进一步加剧，到 12 月时，增长率已经远远落后于上年同期了。

从收益上看，是无法察觉下降趋势的。Zoll 在截至 2000 年 9 月的一个季度增长率仍然强劲。

销售增长逐年放缓是个红色信号，特别是在收益增长未能完全反映出同样趋势的时候。收入增长趋向于比收益增长更平缓，销售收入增长放缓就预示着收益增长即将出现滑坡。

表 12-4 再次显示了 Zoll 的年度同期增长数字比较，只是加入了截至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2001 年 3 月一个季度的业绩。

表 12-4 Zoll Medical 的季度销售收入和收益与上年同期相比的增长百分比（包括 2001 年 3 月）

季度	1999 年	2000 年	2001 年
季度较上年同期销售收入增长(%)			
3 月	32	43	−2
6 月	62	32	
9 月	47	21	
12 月	52	17	
季度较上年同期收益增长(%)			
3 月	180	64	−65
6 月	nm	27	
9 月	433	6	
12 月	90	37	

由于截至 3 月的一个季度销售收入略低于上年同期，销售增长继续了下降的趋势，但由于当季度（截至 3 月的季度）收益遭受的打击更为沉重，股价也应声下跌。

每个季度销售增长会有些自然的上下波动，因此对小的波动不必过度紧张。一般来说，放缓幅度接近 50%（如从 80%下降到 40%）的时候，才算得上出现红色信号。这 50%的预警参考数字可用于比较最新增长率与上年同期数字。增长率的绝对数值并不重要。比如，从 30%降至 15%与从 200%降至 100%的严重程度是相同的。

从 150%下降到 75%这样的下降是比较容易接受的，因为人们都知道 150%的增幅难以持续，况且 75%也已经很不错了。这些都是事实，但销售增长放缓仍预示着令人失望的业绩即将降临。

最近，雅虎在其研究的 Research 栏中新增了收入预期，从而使其销售增长分析功能更加强大。

有线电视机顶盒制造商 Scientific Atlanta 就是一个极好的例子。表 12-5 是该公司在公布了 2001 年 3 月最新季度业绩后的历史增长数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12-5 Scientific Atlanta 季度销售收入和收益增长与上年同期数据的比较

季度	1999 年	2000 年	2001 年
季度较上年同期销售收入增长(%)			
3 月	11	38	51
6 月	17	56	
9 月	36	71	
12 月	20	69	
季度较上年同期收益增长(%)			
3 月	18	77	100
6 月	48	19	
9 月	63	332	
12 月	64	105	

Scientific Atlanta 收益较上年同期大幅增长，销售增长强劲，特别是在公布了截至 2001 年 3 月的季度业绩之后。这些数字中没有出现红色信号。

表 12-6 显示了 Scientific Atlanta 的销售收入较上年同期相比的增长数据，并加人了 2001 年 6 月和 9 月季度分析师的一致预期。

红色信号再次亮了起来。对截至 2001 年 6 月这个季度 24%的增长预期只有上年增长率的一半，对截至 9 月的预期就更为糟糕了。因为有了雅虎，你能在灾难发生前看到这些预警信号。我最初做这项分析时是 2001 年 5 月，当时 Scientific Atlanta 股价接近 60 美元。到 8 月，在该公司至少两次下调收益预期之后，公司股价已经接近 21 美元了。

表 12-6 Scientific Atlanta 季度销售收入和收益较上年同期的增长数据，并加入截至 2001 年 6 月和 9 月两个季度的分析师一致预期

季度	1999 年	2000 年	2001 年
季度销售收入较上年同期增长(%)			
3 月	11	38	51
6 月	17	56	24(预期)
9 月	36	71	17(预期)
12 月	20	69	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不必在意下一财政年度的一致销售收入预期,我发现对较远时期的销售收入预期几乎总是不稳定。实际上,如果公司实现了当前季度预期,分析师通常都会调高下一季度销售预期。

这一规律同样适用于销售增长预期。也就是说,增长预期较上年同期下降 50%(如从 25%降至 12%)就意味着红色信号。

应收账款和存货

分析应收账款和存货水平是发现红色信号应用最广泛的方法。

应收账款

不同于面向个人客户的销售,公司在向另一家公司出售产品时并不总是要求提前付款,而是向客户开出账单,写明付款日期。应收账款是对已发货并开出账单的货物而被客户所欠的款项。通常情况下,应收账款应与实际销售收入走向一致。也就是说,如果销售收入增加一倍,应收账款也应增加一倍。

你可以将应收账款与前一个时期数字作比较,甚至可以拿另一家公司的应收账款比较,方法是用应收账款除以销售收入。你可以使用最新季度的销售收入数据,或过去四个季度的销售收入。结果通常以占销售收入的百分比形式(如销售收入的 45%)显示出来。

应收账款回收天数

> 如果你用四个季度的销售收入来计算,用计算结果乘以 365 而不是转化成百分比形式,得出的就是应收账款回收天数(Days Sales Outstanding, DSO)——一种受欢迎的应收账款表示方法。比如,假设应收账款共计 100 美元,过去四个季度共计 500 美元。用 100 除以 500 得到 0.2,0.2 乘以 365 得到 73DSO。在我们的分析中,还将继续用占销售收入百分比的形式表示应收账款。

每个行业有自己的付款惯例,你不必拿服务于不同市场的公司应收账款百分比进行比较。许多公司更喜欢尽可能推迟付款期,因为它们将这些未付账款视为一种无息贷款。通常,在同一行业中的公司也会因开出账单或收款程序等方面的差异造成应收账款百分比不同。

应收账款应是追随销售收入而变化的。当应收账款的增长幅度大大高于销售收入时,就出问题了。当你发现这种情况,就要亮起红色信号

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了。应收账款分析不适用于零售或餐饮业，因为这些行业是收取现金的，不会出现大笔的应收账款。

应收账款增加速度可能快于销售收入的原因包括：

1. 公司的应收账款负责部门未能及时发出账单或敦促客户付款。
2. 客户不满意，拒绝付款。
3. 渠道不畅。
4. 客户无力支付。

一般来说，后面两项问题更为严重，也是我们要详细探讨的问题。但我们要从这项分析中确认应收账款问题的存在，而不是分析原因。

- **渠道不畅**

当公司意识到按部就班的运作无法实现销售目标时，渠道不畅的情况就出现了。这时，公司就会设计一些刺激因素来推动销售增长，一种方法是给客户提供更优惠的条件。比如，公司可能提出付款期限为 6 个月，而不是通常的 60 天。如果这还不奏效，可能延至更长时间，甚至会提出如果客户感到不需要公司产品可以退货而不必赔偿损失。

这样的条件让人难以抗拒。如果客户接受了，公司发货后，交易就会像其他任何销售一样出现在损益表中，为公司当季度的销售和收益目标的实现助一臂之力。

渠道不畅的一个更极端的现象，是公司发出客户并未订购的货物，甚至记下的发货就是无中生有。

- **客户无力支付**

电信设备制造业 2000 年和 2001 年的经历说明了这样一种情况：客户需要产品，但无力付款。

1998 年和 1999 年，新一类电话公司粉墨登场，意欲与地位稳固的小贝尔(Baby Bell)公司一争高下，且认为它们可能给守旧的老公司一点教训。到 2000 年中，这些新兴公司用光了现金，大多数终于破产。这给朗讯和 Nortel 等设备供应商留下的应收账款是永无收回之日了。

- **计算应收账款/销售收入百分比**

无论何种原因造成的应收账款的大量增加，通过最新应收账款/销售收入百分比与早先数字对比，都能轻而易举地发现。

用最新资产负债表中的应收账款总额除以上一季度销售收入，或除以过去四个季度销售收入。

应收账款占销售收入百分比＝应收账款/销售收入总额

要使用最新一个季度的销售收入，除非极有必要使用 12 个月销售收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入。比如，全年销售收入对室外家具等受季节因素影响大的行业可能是最佳选择。用上季度的数据要简单一些，我通常都是这样操作的。

除保健行业外，应收账款一般占季度销售收入的 40%～80%，所占比率本身若超过 100%，就足以引起重视了。医疗保健产品供应商的应收账款通常要高达季度销售收入的 150%。

一定要用当前应收账款占销售收入百分比与上年同期数字作比较。如果当前应收账款百分比小于等于上年同期，就不会出现“红灯”。5%以内(如 52%与 50%)的浮动是正常的，不必担心。如果当前季度的应收账款在销售收入中的百分比超过上年同期比率的 20%(如 60%与 50%)，就出现红色信号了。若当前数据比上年同期数字高出 10%或更多，也说明大概距红色信号的出现已经为期不远。

半导体芯片制造商 Amkor Technology 的例子就说明了上述规律。5 月时。该公司公布了截至 2000 年 3 月的季度业绩，当时股价在 40 美元～43 美元的区间内波动。公司宣布这一季度销售收入增长了 32%，每股收益较截至 1999 年 3 月的一个季度增长了 69%。

表 12-7 显示了 Amkor 2000 年和 1999 年截至 3 月的季度销售收入和应收账款。

表 12-7 Amkor Technology 截至 3 月的季度销售收入和应收账款

	2000 年	1999 年
销售收入	554 811	419 957
应收账款	195 871	120 754

与前一年同期相比，Amkor 的应收账款增长了 62%，销售收入增长了 32%。表 12-8 将 Amkor 的应收账款以占销售收入百分比的形式列了出来。

表 12-8 Amkor 截至 3 月的一个季度应收账款占销售收入的百分比

	2000 年	1999 年
应收账款/销售收入	35.3%	28.8%

Amkor 当年应收账款占销售收入的比率上升了 23%(35.3% vs. 28.8%)，触发了红色信号。6 月底，Amkor 宣布无法实现截至 6 月的一个季度收益预期，股价跌至 20 美元～23 美元。

如果应收账款占销售收入的百分比落入 10%～20%之间的临界区间，就用该百分比与过去三个季度数字比较，从而对这个上升幅度的严重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

程度有更好的把握。只要该百分比没有超出过去四个季度的波动区间，就算不上是红色信号。

在提交 SEC 报告的管理层讨论部分，公司常常会探讨应收账款上升的原因。在公司公布收益报告后与分析师召开电话会议时，这也是个经常提出的问题。管理层总是为应收账款的增加找出看似合理的借口，其中常见的一种就是，新产品出售给了付款迟缓的行业。我发现，忽视应收账款中的红色信号往往是错误的。

存货分析

- **存货膨胀等于利润增加**

受某种动机驱使的管理层能够操纵存货数据，制造出收益增长的假象。要揭开其中的秘密，必须理解毛利润的计算方法，其公式如下：

毛利润率(GM)＝毛利润/销售收入
毛利润＝销售收入－销售成本

假设在某种产品的生产中没有劳动力参与，只须考虑原材料。会计人员不是将用于产品生产的原材料成本相加来计算成本，而是统计在一个时期期初和期末的存货总量。为了便于计算，假设公司在此期间未买进任何原材料，那么：

销售成本＝期初存货－期末存货

期初存货是一个季度(或一个财政年度)开始时的存货总价值，期末存货是期间结束时的存货总价值。

如果期初存货为 100 美元，期末存货为 50 美元，销售成本就是：

销售成本＝100 美元－50 美元＝50 美元

如果公司以 75 美元将产品售出，毛利润就是 25 美元(75－50)。

但如果期末存货是 75 美元而不是 50 美元，则：

销售成本＝100 美元－75 美元＝25 美元

如果公司再次以 75 美元将产品售出，毛利润将是 50 美元而不是 25 美元。可以看出，提高账面期末存货数字是提高利润的诱人途径。

- **存货量过高可能意味着销售放缓**

存货水平上升(与销售收入相比)并非总是意味着伪造账目。存货增加可能只是因公司产品供过于求，导致成品积压。如果是这样，你大概就能看到销售收入增幅在随着存货水平上升而放缓。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你可以通过比较存货占销售收入的比率对存货进行分析，方法与分析应收账款完全相同。

闪存制造商 SanDisk 就是一个例子。2000 年 10 月，公司宣布截至 9 月的一个季度销售收入较上年同期增长 153%，收益是上年同期的三倍多。当时公司股价在 60 美元左右。

表 12-9 是 SanDisk 公司 2000 年和 1999 年截至 9 月季度销售收入的比较，其中还包括季度末存货占销售收入的百分比。

表 12-9 SanDisk 公司 2000 年和 1999 年截至 9 月季度销售收入，存货水平和季度末存货占销售收入百分比的比较(单位：百万美元)

	2000 年	1999 年
销售收入	170.8	67.5
存货	67.3	20.7
存货占销售收入的比率	39.4%	30.1%

SanDisk 存货占销售收入的百分比较上年同期上升了 31%(39.4/30.1)，显然进入了红色信号区。该公司截至 12 月的一个季度业绩低于预期，到 2 月，公司股价跌至 25 美元左右。

制造业公司存货通常分为三类：原材料、生产过程中的产品以及制成品。公司在部件短缺时可能会囤积难以买到的部件，导致原材料量上升。如果是这种情况，大概会在管理层讨论部分中注明。大多数公司在报告中只公布几类的总和，但存货细目表往往能在提交 SEC 的报告中找到。而我很少查看细目，而是从管理层讨论部分中寻找信息，判断是否可以忽略这个红色信号。

• **零售业**

零售业通常没有数额巨大的应收账款，但存货分析对这个行业的重要性，即使不比对制造业更大，至少也是旗鼓相当。

无论零售的产品是服装还是耐用品，大多是风行一时。热门商品来来往往，当顾客对商店的产品失去热情，存货量就上升了。以占销售收入的百分比表示，零售存货的增长为问题埋下了伏笔。

大多数商品的零售都带有强烈的季节性。零售业的财政年度截止日一般是 1 月 31 日，截至 1 月的一个季度的销售收入通常是下面一个季度最高点的两倍。零售商在感恩节前会囤积商品，因而截至 10 月的一个季度存货水平总是全年最高的。

由于零售业务季节性太强，最好用连续 12 个月销售收入进行计算，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以消除季节性因素影响，这在观察长期发展趋势和比较互为竞争对手的连锁店时都是有用的。表 12-10 是沃尔玛和 Kmart 过去 10 年的数据比较。

表 12-10 财政季度末存货占连续 12 个月销售收入的百分比

	1/2001	1/2000	1/1999	1/1998	1/1997	1/1996	1/1995	1/1994	1/1993	1/1992
Wal-Mart	11.3	12.2	12.7	14.2	15.2	17.1	17.1	18.0	16.8	16.8
Kmart	17.3	19.8	19.4	19.8	20.2	19.0	23.2	21.8	26.2	21.5

在这 10 年间，沃尔玛一直是运营效率最高的零售商，其存货周转率（销售收入除以存货）状况也在稳步改善，而 Kmart 却步履蹒跚。然而，从上表中看不出 Kmart 处境艰难的任何迹象。实际上，由于 2001 年 Kmart 存货占销售收入的百分比为 17.3%，看上去似乎在重整旗鼓。

比较存货占季度销售收入的百分比能更轻易地看出这一趋势。比如，表 12-11 显示了 Kmart 在 2002 年 1 月申请破产前四个季度的存货占销售收入的百分比，同时还与上年同期数字作了对照。

表 12-11 Kmart 存货占季度销售收入的百分比（%）

	2001 年 10 月	2001 年 7 月	2001 年 4 月	2001 年 1 月
存货/季度销售收入	104	92	103	55
上年同期	96	73	89	64

表 12-12 沃尔玛存货占季度销售收入的百分比（%）

	2001 年 10 月	2001 年 7 月	2001 年 4 月	2001 年 1 月
存货/季度销售收入	52	44	47	38
上年同期	55	46	49	31

表 12-12 显示的是沃尔玛的同期数据。2000 年假日销售旺季时，该公司处境困难，到 2001 年 1 月底，存货比上年同期上升了 22%。然而沃尔玛很快扭转了局面，实现了全年盈利。

Kmart 则恰恰相反。该公司截至 2001 年 1 月的季度存货水平较上年同期有所好转，但从那时起就开始恶化了。

比较存货占季度销售收入的百分比，比使用年度数字能取得更好的效果，但你必须与上年同期数字比较，而不要使用最近季度数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

零售业存货水平一般占年度销售收入的10%～25%。零售商对存货量的控制比制造企业更为严格,因此存货水平较轻微的变化,就可能拉响红色警报。如果你使用的是年销售收入,增加5%就足以进行调查,若达到10%,红色信号就确定无疑了。如果你使用季度销售数据,请将这些分界线加倍之后进行比较。

现金流量表

现金流是在所公布时期内公司银行账户上实际流入或流出的现金。用它来衡量公司赢利能力比用公布的收益更好,因为收益受到了记账时大量主观因素的影响,而现金流只反映银行账户余额的真实变化。

营运现金流反映的是公司基本运营过程中产生或使用的现金。自由现金流是营运现金流减去资本支出。

公司能够在现金实际亏损的情况下宣布收益为正值,并且经常这么做。

现金流的红色信号

有些公司尽管全年现金流为正,但某些特定月份却习惯性地烧钱。因此,最好观察连续12个月的现金流,而不要只关注最后一个季度。做到这一点需要费些事,因为现金流量表中只公布今年迄今的总量,而不是分别公布每个季度的数字。这样,你就不得不从最新季度数据中减去前一季度数据。如果你不想做算术,可以在Morningstar上的Financials部分中查看连续12个月营运现金流和自由现金流的总量。

尽管现金流和自由现金流若为负值不够理想,但它本身并不意味着伪造账目或操纵收益,也算不上红色信号。

- **营运现金流与净利润的比较**

净利润或称税后利润,在损益表上显示在最后一行,而在现金流量表中列在第一行。营运现金流数额通常高于净利润,因为折旧和摊销要从净利润中扣除,但仍保留在营运现金流中。

表12-13 就显示了沃尔玛的财政年度净利润和营运现金流(单位:百万美元)

	1/2001	1/2000	1/1999	1/1998	1/1997
净利润	6 295	5 377	4 430	3 526	3 056
营运现金流	9 604	8 194	7 580	7 123	5 930

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沃尔玛每年的营运现金流大大高于净利润，而按照正常规律也该如此。营运现金流通常与净利润一同增长。

应收账款和(或)存货增速快于销售收入都是红色信号。回想一下前面的会计计算就会发现，应收账款和存货的增加还会导致营运现金流下降。因此，低于预期的营运现金流可能成为会计欺诈的预警。

像我们在本书第十一章中所提到的，近期研究发现营运现金流低于净利润预示着股价将会落后于大盘，若净利润增加和营运现金流减少同时发生，就尤其严重了。表 12-14 中摩托罗拉的例子就说明了这一点。

表 12-14 摩托罗拉净利润与营运现金流(单位:百万美元)

	12/2000	12/1999	12/1998	12/1997
净利润	1 318	891	−907	1 180
营运现金流	−1 164	2 140	1 295	2 596

2000 财政年度，摩托罗拉净利润较上年增长 48%，但营运现金流则是另一番情景。从 2000 年那次公布业绩直至我写这本书时，该公司尚未有一个季度宣布赢利。

尽管研究表明收益增加和现金流下降同时出现尤其不利，但任何公司公布的净利润一贯高于营运现金流也令人生疑。表 12-15 就是一些例子。

表 12-15 年度净利润高于营运现金流的公司举例

	2001 年	2000 年	1999 年	1998 年	1997 年	1996 年
Strouds						
净利润(千美元)		1 303	214	−3 798	−21 968	2 570
OCF(千美元)		−6 931	5 616	2 197	−4 686	−5 171
PolyMedia						
净利润(百万美元)	22.7	15.1	7.6	7.6	2.3	.3
OCF(百万美元)	14.6	10.1	0.5	−9.9	−0.1	4.8
ACT Manufacturing						
净利润(百万美元)		28.9	6.2	3.1	−2.4	10.2
OCF(百万美元)		−62.4	−48.9	11.7	−5.4	−26.0

PolyMedica 和 ACT Manufacturing 的营运现金流习惯性低于净利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

润。PolyMedica的这种状况是由直接广告成本造成的。根据公认会计准则(GAAP)，这些成本是不记入损益表的，但数额却很大。比如在截至2001年3月的一个财政年度，PolyMedica的直接广告支出在营运现金流中占了3 150万美元，甚至抹去2 270万美元的净利润也无法相抵。

合约制造商ACT的营运现金流与应收账款和存货的积压有关。该公司于2001年申请破产。

Strouds的业绩记录微不足道，但现金流通常高于收益。该公司公布的截至2000年2月的财政年度收益增长业绩不俗，但同时公布的营运现金流亏空也创下历史新高。该公司2000年9月提交了破产申请。

将净利润与营运现金流进行比较，比计算应收账款和存货占销售收入的百分比更为迅速简便。这种方法可能不像分析应收账款和存货那样有效，但对于聚焦有待详细分析的公司还像是一个有效的方法。特别是当净利润高于或增加速度快于营运现金流时，就提示你有必要对应收账款和存货加以分析了。

养老金计划中的收益

大多数公司为员工建立了养老金计划。历史较长的公司保持着既定收益(defined-benefit)计划，也就是说，公司用现金支持该计划，用于股票和其他投资。从理论上讲，该计划的资产应接近未来的负债，即必须给付退休员工的金额。

然而，既定收益养老金计划资产依靠的是投资回报，其资产总额并非在任何时间都能达到给付要求。如果资产金额超过了负债，就称该计划资金过量。如果资产低于负债，称之为资金不足。

如果该计划资金过量，公司可将计划的年回报(收入减去成本)显示在损益表中，从而使公布的利润增加。这些养老金计划可能数额巨大。比如，2000年IBM公布的利润中，这一项就占了13亿美元。

SEC未要求公司将养老金计划单独作为一项列在损益表中，因此它常常被埋没在其他利润中。SEC的确要求公司在年报的脚注中详细列明养老金计划的所得，因此你可通过搜索(若使用PC机，按Ctrl-F；若使用Mac，按Cmd-F)“养老金”或“退休”等关键词进行查找。

但还有更简便的方法。养老金计划这一项在公布的收益上只表现为一个会计分录，不是实际金额，也不构成公司的任何现金变动，这就让我们又想到了营运现金流。IBM公布的净利润从1999年的77亿美元上升到2000年的81亿美元，但营运现金流却从101亿美元降至98亿美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元。公布净利润和营运现金流之间的差异就预示着收益中的问题。

顺便提一下，年轻一些的公司向员工提供401K类型的既定贡献计划，而不是既定收益计划。公司拿出的资金从每年的利润中扣除，以后就不存在像既定收益计划那样的相互影响了。

黄色信号

黄色信号预示的是长期的问题，但不一定立即对下一季度的收益造成影响。

资本支出

折旧表示的是建筑物和资本设备的磨损和报废。为了保持活力，公司必须不断对损耗中的设备进行升级和更新。

通过比较营运现金流部分中的折旧和投资部分中的资本设备支出，就能看出公司是否在进行设备更新。资本支出至少应等于折旧支出，在理想状态下应大于折旧。

表12-16显示了英特尔和施乐在这方面的情况。无怪乎英特尔在其行业内一路领先，而施乐却苦苦挣扎。

表12-16 折旧支出与资本支出

	2000年	1999年	1998年	1997年	1996年
英特尔					
折旧(10亿美元)	3.2	3.2	2.8	2.2	1.9
资本支出(10亿美元)	6.7	3.4	3.6	4.5	3.0
施乐					
折旧(百万美元)	948	779	727	739	715
资本支出(百万美元)	452	594	566	520	510

所得税税率

公司损益表中的税前利润反映了公司在不上交所得税时的利润状况。之后，公司减去所得税，计算出最终净利润。最终每股收益状况的成败，就看用来除以已发行股的净利润了。

大多数公司交纳的所得税占税前利润的35%～40%。当然，个人和企业一致希望最大程度地减少交纳的所得税，因此税率可以有很大程度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的伸缩。

我们用一个假想的例子来说明公布收益中所得税的重要性。假设公司税前收益为 1 000 美元，有已发行股 1 000 股，表 12-17 显示了 EPS 随所得税税率变化的情况。

表 12-17 公布的 EPS 与所得税税率

税前利润	1 000	1 000	1 000	1 000
税率	0%	20%	38%	40%
税后利润	1 000	800	620	600
EPS	1.00	0.80	0.62	0.60

税率显然对 EPS 有着巨大影响，即使是很小的税率变化，也可能决定着收益超出预期还是未达预期。

再看一个真实的例子。表 12-18 显示的是泰科所得税税率和净利润率之间的关系。

表 12-18 泰科净利润率与所得税税率

财政年度	税率(%)	净利润率(%)
6/2001	23.9	13.7
6/2000	29.8	15.6
6/1999	37.6	4.6
6/1998	31.5	9.6
6/1997	39.1	6.4
6/1996	40.8	6.1
6/1995	43.7	4.8
6/1994	38.0	3.8
6/1993	43.8	2.3
6/1992	27.5	3.1

从 1995 年至 2001 年，泰科税率下降了 45%(从 23.9%至 43.7%)，从而为公司利润率从 4.8%上升至 13.7%助了一臂之力。

只要能保持在低水平，低税率就是件好事。如果公司宣布亏损，可将亏损摊销到今后的利润中，因此在完全分摊掉之前都能按降低的税率纳税。但这些亏损摊销完成之后，就要恢复正常税率，导致收益意外下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

受公司或行业特殊情况的影响，有些公司交纳的所得税总是偏低。弄清公司所得税状况的最佳方法，是比较当前和历史税率。你可用所得税除以税前利润，计算出税率，但查看 MSN Money 更为简便。图 12-1 是 MSN Money 上显示的泰科历史税率。

Total Net Income	EPS	Tax Rate (%)
4671.1	2.55	23.90
4520.1	2.64	29.80
1031.0	0.62	37.60
1177.1	1.01	31.50
419.0	0.66	39.10
310.1	0.51	40.80
216.6	0.36	43.70
124.6	0.34	38.00
72.4	0.20	43.80
95.3	0.26	27.50

图 12-1 MSN Money 财务报表中 10 年摘要显示了泰科从 1993 至 2001 财年的所得税税率。

小结

查明红色和黄色信号，往往是发现公司增长接近顶峰的第一线索。在消息广为传播之前率先脱身，能帮助你避免巨大损失。这些红色信号预示着今后几周公司销售收入和收益预期可能下调，或将公布不利的业绩。

红色信号

- 销售增长放缓。
- 应收账款增加速度快于销售收入。
- 存货上升速度快于销售收入。
- 公布的净利润通过养老金计划提升。

对于预示着长期潜在问题的黄色信号，也要提高警惕，但这些信号未必会立即影响下一次的收益报告。

黄色信号

- 资本支出少于折旧冲销额。
- 临时性的所得税低税率。

股市风云变幻莫测，这里所讲述的红色或黄色信号无法保证公司在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下次公布收益时业绩一定会低于预期。然而，每个红色信号的存在，都预示着风险增加。

许多市场专家建议，在股市上赚钱的关键在于避免灾难性损失。留意这些危险信号将有助于你降低风险，实现这一目标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十三章 分析工具十：机构投资者持股比率

查看机构投资者和内部人士手中持有的已发行股比率，对避开高风险的股票很有帮助。

机构投资者

机构是指共同基金、养老金计划、信托基金和其他大型投资者，这些机构持股比率约占所有股权的一半。机构的强大投资保证(即大量持股)可以证明股票是有活力的成长型候选股。

已发行股的机构持股比率

机构频繁而大量地买卖股票。由于它们的交易涉及佣金数额巨大，机构投资经理与市场的接触比个人投资者更为频繁。

机构持股比率高表明，这些消息灵通的投资者对公司进行了分析，并对分析结果感到满意。相反，机构持股比率低表明机构在对公司进行分析后将其排除了。

按照要求，机构每年只需向 SEC 报告两次持股情况。大多数公司报告更频繁，通常每季度或几个月上报一次。尽管时间的滞后削弱了机构持股数据(见图 13-1)的利用价值，但这项内容仍是值得查看的，对成长型投资者来说尤其如此。

Ownership Summary			
% Shares Owned:	66.40	Price Range Quarter:	$35 - $45.24
% Change in Ownership:	-1.45	# New Buyers:	34
# Institutions:	271	# Closed Positions:	18
Total Shares Held:	114,932,419		
3 Mo. Shares Purchased:	14,892,796	# Buyers:	140
3 Mo. Shares Sold:	(16,580,179)	# Sellers	115
3 Mo. Net Change:	(1,687,383)	# Net Buyers:	25

图 13-1 Multex Investor 上 Apollo Group 机构持股报告的一部分

说明：该报告还列出了公司持股比率最高的几家机构，以及最大的买入和卖出机构。

以共同基金为首的机构往往是成长型投资者，一般持有成长股已发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行股比率至少在40%以上。在许多情况下，机构持股比率可高达已发行股的95%。对于那些机构持股比率不足30%的公司，成长型投资者应当提高警惕，因为很可能机构投资者认为有充分理由不买入该股。

对于价值型投资者，情况就不同了。当股价暴跌时，共同基金和其他机构会大量抛售所持股份，所以跌幅大的股票不会出现在季度报表中。因此从理论上讲，机构持股比率低表明公司可能是失宠的价值型股票。但由于公布时间滞后，机构出售股票的情况大概要过一年时间才会显示在持股数据上，因而持股数据对价值型投资者可能意义不大。

观其基金而知股票状况

查看持有大量股份的基金名称，也有助于洞悉股票的状况。图13-2是Morningstar的机构持股报告，列有持股量最大的共同基金名称。许多网站都提供类似信息，但我偏爱Morningstar，因为该网站上列有每个基金的评级星数（Morningstar上的评级从一星到五星，五星最高）。这个信息十分有用，因为我愿意买进大多由五星基金持有的股票，而主要由两星基金持有的就不愿意了。

持股比率高的基金投资风格也值得注意。大多由闻风而动（momentum）型的基金持有的股票，比那些长期持股（buy－and－hold）型基金持有的风险更高，因为闻风而动型投资经理发现一点端倪，就会抛售股票。区别这两种投资风格可以查看Morningstar上投资组合报告中的投资组合周转率。周转率反映基金交易的百分率，若为100%表示该基金每年替换全部的投资组合。长期持股型基金周转率低于40%，闻风而动型一般在150%以上。

内部人士持股状况

内部人士是指公司重要管理者、董事会成员、以及其他至少持有10%已发行股的人士。

内部人士持股状况一般用其所持股份占已发行股的百分比来表示。持有公司已发行股10%的机构被视为内部交易者，因此内部交易者和机构持股的比率加起来能超过已发行股的100%。

流通量（Float）

内部人士持有的股份不在市场上进行交易，因为内部人士交易的时间和频率是受限制的。流通量是不为内部人士持有、能用于日常交易的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票量。

Major Fund Owners

Fund Name	% of Shares Held	% of Fund Assets	Change (000) in Ownership	Star Rating	Date of Portfolio
Vanguard 500 Index	0.82	3.39	328	4	12-31-01
Fidelity Magellan	0.68	2.64	9,000	3	09-30-01
Fidelity OTC	0.39	16.00	1,400	2	07-31-01
Fidelity Growth & Income	0.38	3.72	2,276	4	07-31-01
Fidelity Growth Company	0.36	5.55	320	3	11-30-01
Vanguard Institutional Index	0.33	3.36	401	4	12-31-01
Putnam Voyager A	0.32	4.48	-148	3	12-31-01
Janus Twenty	0.32	6.90	12,805	3	10-31-01
Fidelity Blue Chip Growth	0.30	4.68	1,826	3	07-31-01
AXP New Dimensions A	0.22	3.56	0	3	12-31-01
Fidelity Advisor Equity Growth Instl	0.22	6.30	164	4	11-30-01
Vanguard Growth Index	0.20	6.87	676	3	12-31-01
Vanguard Total Stock Mkt Idx	0.18	2.90	346	3	06-30-01
American Century Ultra Inv	0.18	2.27	1,230	2	12-31-01
Fidelity Advisor Growth Opport T	0.16	5.66	1,890	2	11-30-01
Vanguard Primecap	0.15	2.77	0	5	12-31-01
Fidelity Spartan U.S. Equity Index	0.15	2.97	236	4	08-31-01
American Funds Growth Fund of Amer A	0.14	1.23	0	4	12-31-01
AIM Constellation A	0.14	3.98	0	2	10-31-01
American Funds Investment Co Amer A	0.14	0.89	0	4	12-31-01

图 13-2 Morningstar 上的持股状况报告显示了每家公司最大的持股基金。这里以微软为例

内部持股状况

Multex Investor 上的 Snapshot 报告中列出了已发行股数量和流通量。你可以从已发行股总量中减去流通量，得出内部人士持股量。

内部人士持股量＝已发行股数量－流通量

一旦掌握了内部人士持股数量，就能用内部人士持股数量除以已发行股，计算出百分比：

内部持股百分比＝内部持股数量/已发行股数量

- **避免买进内部人士持股过高的股票**

过去，市场专家建议避免买入那些内部持股比率低的股票，认为高层持有大量股份说明他们比持股比率低的公司人士更看好股价上涨前景。这种看法有一定道理，但近来，许多公司将高层人士的薪金与股价挂了钩。另外，许多公司给重要高层人士大量股票期权，刺激了通过鼓吹方式

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

抬升股价的行为。

实际上，高的内部持股比率（如55%或更高）预示着风险，因为内部人士可能是正在伺机抛售的大型投资者。持有的股票若被大型投资者抛售几百万股，可不是闹着玩的。当公司从一家更大的公司中剥离出来，或者在早期进行融资收购后最近刚刚上市时，最容易出现这种情况。

在其他情况下，家族企业创始人及其后裔持股比率可能很高。这类家族在利用持股比率推高股价方面没有优势。

遇到内部持股比率在55%或以上的公司，无须作进一步研究，就要避免买入。

- **内部人士的交易**

内部人士买入或卖出股票，可能反映了公司高层对股价走势的预期，但在解读这些信息时要留心。内部人士常常行使股票认股权后当天将其抛出。这是常见的现象，未必说明对公司股票态度悲观。

对首席执行官和首席财务官的交易要格外留意。惟一的重要因素是与行使股票期权无关的公开大量买进或卖出，而重要程度取决于交易与内部人士持股总量的对比。如果一个内部人士卖出2万股但仍持有200万股，这笔交易就无足轻重。然而如果卖出所持200万股中的150万股，问题就严重了。

一个内部人士的交易常常并不像看上去那么严重。有些公司向内部人士提供贷款，为其买进公司股票提供方便。在这种情况下，就不能反映出他们对股票前景的真实看法。另外，关键高层人士，特别是首席执行官，常常有权不公开部分所持股份。有时看起来他们已出售了所有股份，但实际上仍掌控着数百万股。

内部人士应在次月的10日公布其交易。比如，9月20日进行的交易应于10月10日上报。然而，10月9日的交易不必立即上报，可推迟到11月10日。推迟公布是常见现象，我从未见过内部人士因推迟公布交易而入狱。

报导金融信息的媒体和专业及业余投资者都密切关注着提交SEC的内部人士交易报告。因此，内部人士在买卖公司股份时花样越来越多，也就不足为奇了。最近根据曝光的消息，有些公司内部人士将股份卖回给公司，而不是在市场上公开出售，这样就可以避免将其交易及时公布出来了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小结

尽管存在持股数据滞后的问题，但成长股投资者还是要对机构持股不足 30％的公司提高警惕，因为那些精明的机构投资者很可能有充分理由避免买入该股。

要避免买入内部人士持股比率过高的股票，因为这意味着大持股人可能在伺机减持股份。

由于受到市场密切关注，内部人士学会了如何在公布时使用些手段，这种现象削弱了该数据的重要性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十四章　分析工具十一：股价走势图

即便你作了详尽的基本面分析，还是有可能作出错误的判断。也许一个不利消息正在酝酿中，而只有内部人士知道而尚未公开；也许你的候选公司即将被竞争对手品质超群的产品击跨；也许你忽略了如利率等某些经济趋势，而这种趋势对你候选股所在的市场造成了消极影响。

无论何种原因，你都可以通过预先查看股价走势图而避免不必要的损失。你无须在这方面有多深的研究，就能从图中获取有用的信息。

趋势

股价的波动是沿某种趋势进行的。股价逐渐走高称上行趋势（图14-1），直线走低称下行趋势（图14-2），若趋势不明则称为处于盘整状态。

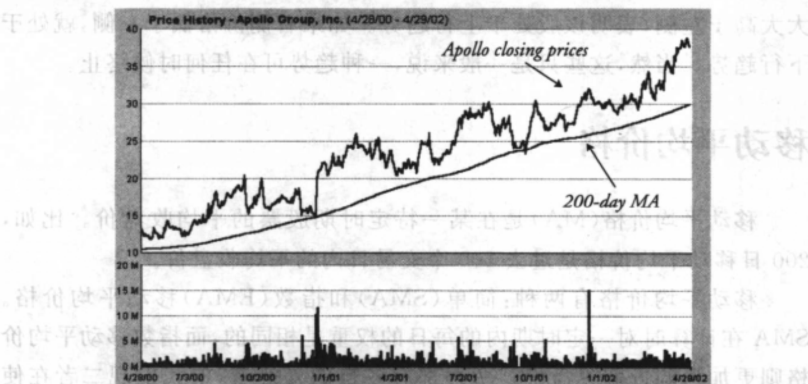


图 14-1　Apollo Group 的 200 日简单移动均线

说明：截至 2002 年 4 月，Apollo 的上行趋势已持续了两年以上。（图来自 MSN Money）

股票若呈上行趋势，并不一定每天都会上涨，而是曲折前行的，时而走高，时而又走低。判断上行趋势的标准是每个大锯齿的波峰都高于前一个，每个较大的谷底也高于前一个。

下行趋势则具有相反的特征。每个大锯齿中的顶峰都低于前面一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

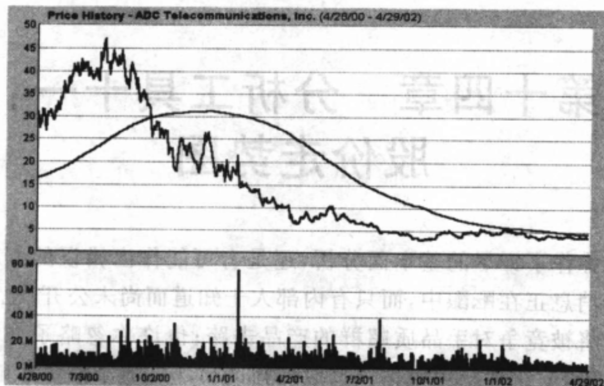


图 14-2 ADC Telecommunications 的 200 日简单移动均线

说明：2000 年中，ADC 股价扭转了上行趋势，开始走下坡路。（图来自 MSN Money）

个，每个中的谷底也低于前一个。

如果你看不出什么趋势，该股可能就处于盘整状态，也就是说，没有明显的上行或下行趋势。

你可以通过查看一年或两年走势图观察股票走势。如果右侧的价格大大高于左侧，表明该股处于上行趋势。如果右侧价格低于左侧，就处于下行趋势。当然，这些只是一般来说，一种趋势可在任何时候终止。

移动平均价格

移动平均价格（MA）是在某一特定时期股票的平均收盘价。比如，200 日移动平均价格是过去 200 个交易日内的平均收盘价。

移动平均价格有两种：简单（SMA）和指数（EMA）移动平均价格。SMA 在计算时对一定时期内的每日的权重是相同的，而指数移动平均价格则更加强调近期收盘价。两种都有各自的爱好者，但我发现二者在使用时几乎没有什么差别，我通常使用的是 SMA。

如果股价高于其 MA，就视为处于上行趋势。股价和移动平均价格之间的距离反映了趋势的强劲程度。也就是说，股价高出平均价格越多，趋势越强。如果在其 MA 上下徘徊，大概就处于盘整之中。

价值型投资者

价值型投资者用目标价格分析得出的买进或卖出依据比走势图更为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准确。然而，这些投资者仍应在买进前查看一下股价图，以避免在候选股处于大幅滑坡的时期买进。另一方面，如果候选股的股价已经开始大幅上行，对价值型投资者来说采取行动为时已晚。这类投资者应在股价低于或接近200日移动平均价格时买进，无论如何不要在股价超过MA的10%时买入。比如，如果当前MA为20美元，则买进时的股价不要超过22美元。

成长股投资者

成长股投资者必须较价值型投资者更加密切关注股价走势图。买进的最佳时间是在上行趋势开始之时，这种情况常常发生在股票已经盘整了一段时间、刚开始向高点行进的时候。

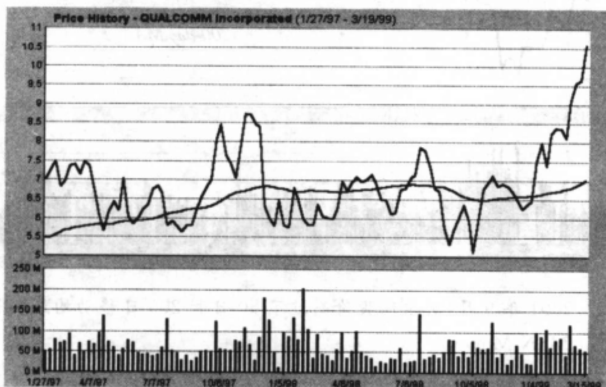


图 14-3 高通公司在盘整了两年多之后，于1999年3月开始了2 000个百分点的上行之路。在200日移动均线之下频繁出现的"锯齿"是盘整的标志(图来自MSN Money)

再一个买进成长股的好时机是在股票已经明显处于上行趋势，但尚未进入高风险区(见本章中的"风险区"一节)的时候。

你也可在股票盘整时买进，但必须是在你对自己的基本面分析有信心的情况下，而且必须对该股的上行趋势有把握。

避免在下行时买进

无论如何不要在股票呈下行趋势时买进。下行趋势预示着股票今后很可能进一步走低而不是走高。惟一例外的可能性，是下行趋势受到与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司本身无关的突发事件影响，如9·11恐怖袭击。

当你认为自己发现下行的股票可能出现转机时，不要忙于买进。大多数股票在从一次大的滑坡中反弹前要盘整几个月，因此你通常有足够的观察时间。

确定股票总体趋势的另一方法，是用当前股价与200日和50日移动平均价格进行比较（图14-4）。

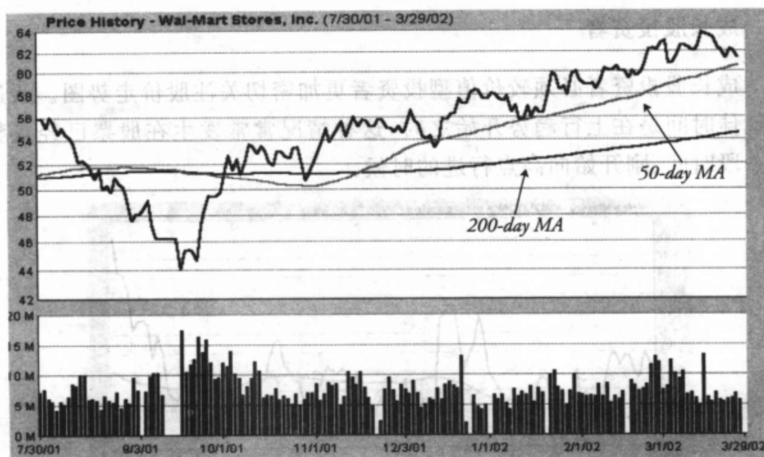


图14-4 2001年9月，沃尔玛股价高过了50日和200日移动均线（图来自MSN Money）

200日移动均线比50日均线能反映出更长远时期的趋势信息。如果股价在两条均线之上，大概就处于上行趋势。

如果股价高于200日均线但低于50日均线，大概短期内会走低，但长期将走高。相反，如果股价高于50日均线而低于200日均线，则只是在长期下跌中的暂时反弹。

不要让移动均线影响你对股价走势图总体趋势的观察。也就是说，如果你从图中看到的趋势显然表明该股正在下行，不要因股价高于两条均线就认为股票处于上行趋势中。

风险区

如果你是一名成长股投资者，你往往并不是最先发现某股票美妙前景的人。成长股股价通常先强劲上涨，之后回落，抹去近期的大部分涨幅。在已经大幅上涨后买进趋势不稳的股票，会使风险增加。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我总结出一条规律，虽然没什么科学依据，但可用来判断股票是否处于上述情况。我算出股票收盘价与200日移动平均价格之差，如果股价比移动平均价格高出50%，就处于风险区了。

处于风险区并不意味着股价不会进一步上扬。高通1999年3月股价在10美元时就进入了风险区，但后来一路上涨至180美元。

我尚未发现有网站直接显示出该比率，但它很容易计算。获取所需数据的最理想去处是提供Java图表的网站，比如MSN Money。Java图表的好处在于，只要把光标移到移动均线上，股价就能显现出来。用股价除以移动平均价格，就能获得该比率。如果在1.5或更高，就说明该股处于风险区了。

图表类型

大多数网站提供两种格式的图表供你选择：直线图或条形图。直线图就是将收盘价用直线连接起来。

条形图（图14-4）用垂直粗线条来表示某段时期。一个期间一般是一天、一周或一个月，具体取决于走势图所表示的总体时间跨度。线条的顶端是该时期内的最高价，底端是最低价。

左侧突出的水平线部分表示开盘价，右侧表示收盘价。



图14-5 Jones Apparel股价走势条形图

说明：每个线条表示一天。本图来自BigCharts.com（www.bigcharts.com）。

线形图最适合观察长期趋势，条形图在解释短期波动时能提供详细

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信息。

成交量

成交量是在此期间成交的股数，通常显示在价格走势图的底部。如果当前股价至少比过去 10 个或 20 个期间高出至少 50%，称为高成交量。如果成交量日益下降，称为低成交量。

许多技术分析专家认为，在股票盘整后开始新一轮上行趋势时，成交量是重要的考虑因素。如果呈上行趋势而成交量低，则不如成交量高的股票可靠。一般来说，在股票上行期间，成交量上升被视为看涨的因素。

小结

所有投资者在买进股票前都应查看一下股价走势图，从而避免买进那些明显处于下行趋势的股票。成长股投资者应在股票呈上行趋势时买进，价值型投资者则应在盘整时行动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三部分

分析过程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十五章　快速预选

COSC：将精力集中于最有实力的候选股

进行股票分析的最佳方法，是从一大群候选股入手，之后尽可能快地淘汰最差的角逐者，以便将大部分时间投在最具实力的候选股上。

在本章里，你将学习如何淘汰那些显然不值得考虑的股票。它们可能是渲染有余而业绩不足者，也可能只是不符合你的要求。一旦掌握方法，你就能在五分钟内排除大部分不适合的股票。

如果候选股来自电视上的专家、杂志或朋友推荐等途径，你最终大概能从每20只股票中淘汰掉15只，如果是你自己筛选的股票，淘汰数字则会小一些。

要进行此项分析，你可以访问许多财经网站。我将以 Multex Investor 网站进行研究，以 Comverse Technology 公司为例。首先进入 Multex Investor 的公司概览(Company Overview)(图15-1)。

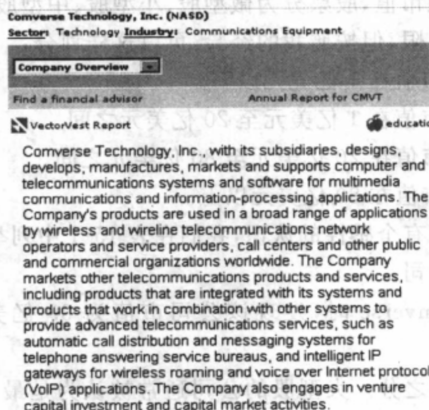


图15-1　Multex Investor 中对 Comverse Technology 的公司概览

公司概览

首先要弄清公司所处的行业。要记住，只要看一眼就行了，不用进行详细分析。首先要看看列出的部门和行业。Comverse Technology 就处

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于科技部门的通讯设备行业。

部门和行业的下面，是一段对公司业务的介绍。读过之后，你就能知道该公司的业务是向电信业出售系统和软件。

在我写这本书时，电信业正处于低谷中，且预计这种萧条状况还将持续一年。市场对电信设备行业的悲观情绪可能会引起价值型投资者的兴趣，认为 Comverse Technology 值得考虑。然而，整体行业的悲观前景将令成长股投资者提不起兴趣。

请将你不感兴趣的股票抛在一旁，继续评估其他 Multex 的速览(Snapshot)部分。

速览报告

速览部分在查看市值、估值、流通量和现金流等方面非常方便。

市值

市值是通过已发行股数和近期股价相乘得出的，它描述了公司的规模或市场价值。你不需要自行计算，因为大多数财经网站都列出了每只股票的市值。按照市值，股票分为微型股、小型股、中型股和大型股，在划分时没有明确的界限，但按照我的经验，可以这样划分：

- 微型股：市值在 1 亿美元以下。
- 小型股：市值在 1 亿美元至 20 亿美元之间。
- 中型股：市值在 20 亿美元至 80 亿美元之间。
- 大型股：市值在 80 亿美元以上。

为对这些数字有个感性的认识，我们在表 15-1 中列举了每一类中为大家熟知的几家公司。

当我查看 Comverse 时，发现该公司市值为 39 亿美元，在中型股之列。

市值没有好坏之分。大型股的公司通常被认为是最安全的，因为这些公司从事某一行业已经多年，财务稳健，经历过经济风雨的洗礼。中型股和小型股一般被视为最具成长潜力的股票，因为它们通常是引入新产品或进军新市场的新兴公司。然而微型股却因规模太小而难以引起共同基金和其他机构投资者的兴趣，因此也不会有多少分析师来对其进行评级，这给分析微型股造成了困难。在 1995 年至 1998 年间，大型股总体上表现强于大盘，直到科技和互联网类股成为人们关注的焦点。在 2000 年科技股遭受重创以来，中小型股的风采展现了出来，一直到 2002 年初仍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然强于大盘。

要避免买入那些市值在 5 000 万美元以下的公司的股票，因为这太冒险了，并且要以谨慎的态度评估所有微型股。否则在这一筛选阶段，如果你要淘汰股票的话，就要根据自己的喜好而定了。

表 15-1 各类市值规模的知名公司举例

Company	Market Cap
Large-Cap	(in billions)
Micrsoft	330
Pfizer	250
Costco	20
Mid-Cap	(in billions)
BEA Systems	7
Office Depot	5
Outback Steakhouse	3
Abercrombie & Fitch	3
Small-Cap	(in millions)
Alakse Airines	800
Beazer Homes	700
Califormia Pizza Kitchen	400
Micro-Cap	(in millions)
bassett Furniture	180
Stanley Furniture	180
Gadzooks	140

估价比率

估价比率可以告诉你市场对你候选股的定位是价值型、成长型，还是动力型。价值型是失宠了的股票，也就是说，大多数青睐成长股的市场参与者对该股没有兴趣。动力型股票并非一个单独的类型，而是成长股中最受欢迎的一类。动力股股价已经大幅攀升，遥遥领先于市场，因而风险大于一般的成长股。

Multex 中显示了四种类型的估价比率：本益比(P/E)，股价与销售收入之比(P/S)，股价与票面价值之比(P/B)和股价与现金流之比(P/CF)。每种比率都各有利弊，但你在这一阶段的目标，只是确定候选股的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类型。在我看来，P/S 比率最符合这一目标。在这方面，也没有全球统一标准，但以下是 P/S 比率的参考标准：

P/S	类型
不足 2.5	价值型
3.0 至 9	成长型
10 以上	动力型

你可以用上述参考标准排除那些显然不适合你的投资风格的股票，但由于这种方法太武断，在使用时不要过于教条。比如，一个价值型投资者不应因一只股票的 P/S 是 2.6 就将其拒之门外。然而，P/S 比率在 5 而值得考虑的价值型股票也不常见。相反，成长型投资者不大可能发现 P/S 比率为 0.5 的股票有足够良好的收益增长潜力，达到成长型候选股的要求。成长股投资者会对动力型股票抱有兴趣，但一定要警惕。利用上述参考数字避免显然不适合自己需要的股票，但不要将其作为判断股票价值的终极标准。

成交量

成交量也称流动量，是每日的平均成交量。在考虑这一因素时，成交量越高越好。雅虎和其他网站的留言板上布满了旨在促使股价上涨或下跌的信息。如果日成交量只有 1 万股，信息很容易促使轻信的投资者买进或卖出，从而造成股价波动。然而，如果股票日成交量是 100 万股，情况就截然不同了。

要优先选择成交量高的股票还有另一方面重要原因。你希望共同基金和其他机构投资者买进你所持有的股票，因为这类投资者的买盘压力通常能推高股价。

机构投资者即使没有数十亿美元，至少也有数亿美元用来投资。它们必须买进成千上万股的股票，才能处于有影响的地位。这些大型投资者喜欢买入那些日成交量足够大的公司的股票，这样它们增减头寸才能不对该股的市场表现造成影响。如果股票日成交量只有几千股，这些投资者显然不愿买入。

流通量

股价像许多其他事物的价格一样符合供需法则。如果买方希望买进的股票比卖方希望卖出的量多，股价就会走高，反之亦然。在理想状态

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下，当你所持股票的公司传出好消息，你会希望看到该股供不应求。由此推断，股票的供应量越小越好，至少在一定程度上是这样。

供需等式中的供应方一侧最初数字是已发行股，也即是公司发行的股票数量，但这并非全部。像重要高层人士、董事和其他大股东持有的部分已发行股，内部人士不能随意对这些股票进行交易，只能在某些特定时间交易，必须向 SEC 报告交易信息，且在交易中还存在其他限制。因此，内部人士持有的股票不计入日常交易的数量中。在市场上交易的股票是用已发行股总数减去内部人士持股数，得出的这个数字就称为流通量。

Multex 在其速览报告中列出了股票的流通量及已发行股总数。另外，你可用已发行股数减去流通量，得出内部人士的持股量。

就股票供需而言，流通量越少越好，但过低的流通量会让机构投资者望而却步。据我的经验，流通量在 500 万股以下就过低了，在 1 000 万至 2 500 万股之间最为理想。但大多数股票达不到这一标准，微软的流通量就超过了 50 亿股。

Multex 列出的 Comverse Technology 流通量是 1.86 亿股，基本属于典型的中型股。

现金流

现金流是公司基本业务引起的公司银行账户上现金的流入或流出。快速增长的公司在发展初期常常烧钱（现金流为负），而年销售收入增长 30％或更低的公司现金流应为正值。成长型投资者应要求候选的成长股现金流为正，且要彻底避免买进烧钱公司的股票。

价值型投资者需要能产生大量现金流的候选股，但由于这些公司当前面临一些问题，眼下不一定能达到要求。因此，价值型投资者在这一步中不应摈弃烧钱公司。

你可通过查看速览报告中所列的连续 12 个月每股现金流，看出公司是否在烧钱。如果是烧钱公司，连续 12 个月现金流将为负值。Multex 上的 Comverse Technology 每股现金流是 0.29 美元，表明公司连续 12 个月现金流为正。

要闻报告

Multex 的要闻（Highlights）报告中列有公司四年来的季度销售收入和收益，你要利用该数据确保你所研究的是一家实实在在的公司，有实在的销售收入和收益。要避免买进在最近四个季度销售收入总额不足

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4 000万美元左右的公司。不断亏损的公司不大可能通过你的详细分析，因此要利用公司的每股收益历史记录淘汰那些亏损季度多于赢利季度的公司。

在我查看的时候，Multex 显示 Comverse Technology 在过去四个季度总销售收入超过了 10 亿美元，且在所列的 19 个季度公布的收益均为正值。因此，Comverse 是一家拥有实在销售收入和收益的实实在在的公司，轻而易举地通过了检验。

比率比较

下一步，进入 Multex 的比率比较(Ratio Comparison)报告栏，审查候选股的销售收入和收益增长的历史数据。

历史增长率

表 15-2 是我找出的 Comverse Technology 销售和收益的增长数据。

表 15-2 Multex Investor 上对 Comverse 的比率比较部分

销售收入(MRQ) vs. 上年同期：-7.2%
销售收入(TTM) vs. 上年同期：19.6%
五年销售收入增长率：25.7%
EPS(MRQ) vs. 上年同期：-97.5%
EPS(TTM) vs. 上年同期：20.0%
五年 EPS 增长率：32.8%

说明：最近一个季度简答 MRQ，连续 12 个月(过去四个季度)简称 TTM。

过去五年内，Comverse 的年度平均销售增长几乎在 26%，年收益增长 33%，较销售增长速度还快，表明在此期间总体利润率有所上升。

然而最近期的数据最为重要，但该数据却传达出了不同的信息。最近几个季度，Comverse 的销售增长较上年同期放缓 20%。更糟糕的是，上一季度实际销售收入下降了 7%。考虑到销售业绩，连续 12 个月收益较上年下降 20%、且最新季度下降 97%就不难理解了。

结论：像在分析开始时猜测的那样，Comverse 是一家处于困境的成长股，因而是潜在的价值型候选股。由于该股近期收益增长为负，作为成长型候选股则不适宜。

- **一份合用的报告**

Multex 的比率比较部分提供的信息比我在这里描述的要多，是一份

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

适合多种需求的便利资源。它列有估价比率、增长率、财务比率、赢利比率等类型广泛的信息。真正有帮助的是，它显示了每只股票的数据点、所处行业（如软件）、部门（如科技）以及标准普尔 500 指数中的所有成份股信息。

检查粥里的老鼠

2001 年初，Steven Madden 公司是鞋业的一颗新星。Madden 主要针对年轻女士制造鞋，在大型百货商店和鞋店以及自己的 Steven Maden 专卖店出售。

该公司当时如日中天。2000 年收益增长 41%，销售收入增长 26%。公司将成功归因于创始人 Steven Madden 把握时尚脉搏的能力。同时，公司还拥有一项竞争优势，因为 Madden 设计出了新款鞋开发方式将开发时间从很多个月压缩到 60 天至 90 天。

惟一"美中不足"的是，正像图 15-2 中所说的，创始人 Steven Madden 于 2001 年 5 月供认了对他的股票的欺诈指控。

如果造就公司成功的关键人物即将锒铛入狱，你会愿意花时间研究它的股票吗？换了我也不会！

Madden to pay $10.8m stock fraud penalties

By John Labate in New York
Published: May 23 2001 19:57 | Last Updated: May 24 2001 04:45



Steven Madden, founder of the eponymous New York shoe designer and retailer, pleaded guilty to securities fraud and money laundering charges on Wednesday and agreed to pay more than $10.8m (E12.5m) in fines and other penalties.

Mr Madden faces a potential prison term of 41 to 51 months. On the criminal charges filed by the US Attorney's Office, he will repay $3m of illegal profits. In a separate settlement with the Securities and Excange Commission, he has agreed to pay $7.8m and has been barred for seven years from serving as officer or director of any public company. His company trades on the Nasdaq stock market.

Mr Madden was arrested in June and charged with multiple counts of conspiracy, securities fraud and money laundering relating to his role in an alleged stock manipulation scheme involving 23 initial public offerings.

图 15-2 在 CBS MarketWatch 上找到的有关金融时代的有用信息

如果公司竞争对手刚刚宣布推出一款新产品，让你候选公司的主打产品黯然失色；如果评级机构刚刚把债券评级降至垃圾级；或如果联邦调查局（FBI）正在对公司的医疗保险欺诈进行调查，就没有必要对该公司的财务状况和目标价格做进一步分析了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一方面，如果你了解到候选公司推出了热门新产品，从竞争对手手中抢占了市场占有率，你大概可以对其加倍仔细地研究。

2000 年，有传闻称思科、Nortel Networks 和朗讯等电信设备供应商贷款数十亿美元给一些当时飘摇中的新兴电信公司，为这些公司购置设备进行融资。如果你准备买进思科、Nortel 或朗讯的股票，这一消息难道不会影响你的决定吗？

查出粥里的老鼠，可以让你决定对公司进行何种程度的研究，因此应作为研究初期的一步。

消息网站

雅虎和 CBS MarketWatch 是了解公司消息的两个最佳网站。两网站上都显示了来自四面八方的信息标题。雅虎拥有的信息量最大，但只保留最近三个月的消息，而 MarketWatch 中的有些消息却能保存三年或更长时间。另外，你还可以在 MarketWatch 上按照日期搜索消息。当你试图了解某家公司为何一年前股价在一日内下跌 50%时，这是一个有用的特色功能。

小结

时间是你最宝贵的资产。对于不值得花费精力的股票，就不要浪费时间进行深入分析了。尽可能快地淘汰不理想的股票，把精力集中在最具实力的候选股上。一旦你积累了经验，也可以加入自己的观点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十六章　价值型投资的分析过程

COSC：将精力集中在最强劲的候选股上

2001年3月时，股市尤其是科技股市场陷入低谷，但图表芯片制造商Nvidia却春风得意。微软已选用该公司的新型芯片用于其Xbox电子游戏机，而市场预计Xbox将一鸣惊人。Nvidia还刚刚渗透到了Mac电脑市场。该公司宣布截至1月的一个季度销售收入上涨70%，截至1月的一个财政年度收益上涨了137%。由于P/E仅为29，该股价值被成长型投资者低估了。

Nvidia的成功多半是以竞争对手ATI Technologies的失意为代价的。尽管ATI销售状况仍好于Nvidia，该公司截至2000年11月的一个季度销售收入下滑了15%，且公司预计还将进一步恶化，估计到截至2001年2月的一个季度将下滑40%。ATI正在亏损且预计不会立即扭转乾坤。到2001年3月，该股股价跌至4美元～4.3美元的区间内，也创下了历史新低。

Nvidia誓将彻底击败ATI，因此在两者中选择赢家是再显而易见不过的事了。Nvidia投资者精明的选择为他们赢得了丰厚的回报。在2001年3月中至2002年3月中之间，Nvidia的回报率达到了39%之高。但ATI成了这个故事中的“灰姑娘”，其投资者在同样的期间里赢得了200%的回报。

价值型投资能够行之有效是因为市场对消息反应过度。好消息将股价推上一个较高的层次，使其估价远远超出了基本面。相反，暂时受挫的消息或不利的经济周期能使一家好公司的股价跌入谷底。

然而，股价被打垮在实质上并不说明该股是值得投入的价值型候选股。价值型投资者必须了解如何能从让公司落入价值股行列的挫折中爬起来。

价值型投资者和成长型投资者从来不会在同样的时间买进同样的股票。价值型候选股公布的是利润率每况愈下的消息，而成长股投资者则垂青于财务健康状况良好且利润率上升的股票。价值型候选股的收益处于下降中或根本没有收益可言，成长型投资者追求收益的加速增长。价值型候选股的最新收益报告可能令市场失望，而成长股投资者寻觅的是近期公布业绩高于预期的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

周期

在价值型投资者眼中，经济和所有行业都带有周期性。他们知道，每个行业都有如日中天的时候，这时分析师预计该行业在不久的将来会有强劲增长。之后，就像白天之后黑夜会降临一样，该行业扩张过度，增长疲软，利润率收缩，股价下跌。最终，较弱者出局，过剩的生产能力被吸收，需求回升，周期周而复始。

价值型投资者不试图预测这些周期的日程。他们不知道市场在走高还是走低，不知道市场利率的趋势，也不在意分析师的买进/卖出评级。他们不知道所有的不利消息是否已经被股价消化，或是会有更加令人失望的消息进一步压低股价。

价值型投资者不试图预言那些不可预言的内容，而是利用目标价格法安排自己的交易。他们计算目标卖出价，在股价大大低于目标卖出价时买进。他们在股价进入目标卖出区间时卖出。他们不知道何时会发生这种情况，所以必须做好长期持有的准备，这个时期一般是两年至五年。价值型投资者应用了一种称为正常化(normalizing)的过程来显示出目标卖出价。

正常化

令公司股票“沦为”价值型的不利消息，还会影响到公司利润率、赢利能力比率以及收益。因此，价值型投资者必须透过当前的问题，对公司度过潜在危机后的业绩进行评估，而这是通过分析公司历史模式进行的。

通过历史看到问题后面的实质，这一还原过程被称做“正常化”。比如，正常化后的营运利润率是在今后两三年复苏后的预期利润率。

如果一家公司从事某个行业只有两三年时间，你就无法对其业绩进行正常化。你至少需要公司有五年历史，最好有十年。正常化还要求公司业绩稳定一致。历史记录中利润率、现金流和赢利能力比率反复无常的公司，是无法进行这项分析的。

价值型分析过程

尽管在细节上存在困难，但价值型和成长型分析过程都是按照以下11个步骤进行的：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 分析师数据解析。
2. 检查当前估值。
3. 设定目标价格。
4. 行业评估。
5. 商业计划分析。
6. 管理层素质评估。
7. 财务健康状况评估。
8. 赢利能力和增长趋势分析。
9. 查找红色信号。
10. 检查持股状况。
11. 查看价格走势图。

每一步骤都使用一种相应的分析工具，这在第二部分中已做过介绍。本章讲述的程序是以你已熟悉这些分析工具为前提的。

本章还告诉你何时该卖出，这对价值型投资者至关重要。

开始分析时至少要有 10 只候选股，最好有 20 只，以便进行比较，并随着分析过程的逐步展开，淘汰实力最弱者。一定要进行快速预选（本书第十五章），以在分析过程开始前就先淘汰那些显然不适合的股票。

记住，COSC：将精力集中在最强劲的候选股上。一发现股票不满足你的要求，就立即将其淘汰。不要将时间浪费在弱势股票上。

步骤 1：解析分析师的评级和预期

分析过程要从分析师的评级和预期入手。

信心指数

信心指数通过编纂分析师对股票的评级数据来评估市场信心，这些评级包括强烈建议买进、持有、卖出或强烈建议卖出。信心指数为负表明大多数分析师建议卖出，而这样的股票正是最佳的价值型候选股。比如 1999 年底，波音公司股价在 30 多美元，信心得分降至－14 的低点，但自此反弹，升至 70 美元。

得分为 1 或 2 的股票也可能是价值股，但在 3 或以上则表明分析师对该股态度较为积极，就不符合价值型股票的标准了。

表 16-1 显示的是 2000 年 3 月中分析师对 ATI Technologies 的评级。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 16-1 分析师对 ATI Technologies 评级的分类

强烈建议买进	2
买进	7
持有	4
卖出	2
强烈建议卖出	0

在计算信心指数时，给每个强烈建议买进加 1 分，给每个持有、卖出或强烈建议卖出减 1 分。对于买进的评级不加以计算。ATI 的信心指数得分是－4(＋2－4－2)，符合价值型候选股的要求。

收益增长预期和趋势

分析师的收益增长预期和对近来预期的调整将有助于你深入洞悉候选股是否符合价值型股票的要求。

- **预期收益增长**

如果收益增长预期预言收益较上年同期强劲增长，则是很高的预期目标了，因此不符合价值型投资的要求。价值型候选股的预期应是负数的，至多预计收益增长平平，反映出使该股“沦为”价值型股票事件的影响。预期较上年同期增长高于 5%，就不符合价值型股票的要求了。

2001 年 3 月中，分析师预计 ATI 在截至 2001 年 2 月的一个季度将公布 0.12 美元的每股亏损，而上年同期每股收益为 0.22 美元，因而该股进入了价值型候选股的行列。

- **收益预期趋势**

每当得到新消息时，分析师就会对其做出的收益预期进行调整。有利的收益预期趋势预示着市场信心的增强，意味着市场在消化该股收复失地的可能性，而这时行动对价值型投资者来说就太晚了。最佳的价值型候选股应表现出不利的收益预期趋势。如果说预期持平，是指在正负 0.02 美元内的变动。

到 2001 年 3 月中，ATI 在截至 2001 年 2 月的一个季度收益预期从四周前的 0.03 美元下降到－0.12 美元，因而该公司通过了收益预期趋势分析这一关。

高于或低于预期的历史记录

价值型候选股的近期收益增长很可能低于预期。高于或低于预期的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

历史记录不适用于价值型投资分析。

收入预期

分析师可能会将价值型候选股的收入增长预期下调至持平或为负。收入预期在计算目标价格时是有用的，但在本阶段的分析中用不着。

分析师研究报告

由于许多分析师建议卖出股票，他们的研究报告可能显示出持消极的态度。然而，报告中包含的一些相关背景和行业信息从其他渠道很难获取。阅读你所能找到的所有分析师报告，从中提取有用信息，但对分析师的买进/卖出评级不要在意。

步骤 2：估价

评估当前股价中隐含的预期和确定买进卖出目标价格，是价值型投资的关键。GARP（以合理价格增长）的策略不适用于价值型投资分析。

隐含增长

在本书第五章中，表 5-1 中显示了股票 P/E 比率中隐含的长期预期收益增长率。价值型候选股应是按照比正常化后低 50% 的增长率进行估价的。

比如，假设你发现了一只候选股，预计在公司渡过难关后能够恢复早期 15% 的年平均增长率。在这种情况下，你应当认为该股的当前股价只反映了正常化后增长率的一半，即 7.5%。

- **利用股价/销售收入比率估计隐含增长率**

许多价值型股票公布的都是亏损而不是收益。由于没有收益可言，你无法使用 P/E 比率计算隐含增长。尽管如此，公司仍在出售产品，因此你可以用 P/S 比率（股价除以年销售收入）取而代之。

P/E 和 P/S 可用净利润率（净利润/销售收入）的公式联系在一起，即：

$$P/E=\frac{P/S}{\text{利润率}}$$

你必须首先确定候选股正常化后的利润率，才能利用上述关系式。要对正常化后的利润率作出估计，需要审查公司的以往年度利润率，由此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得出对未来的展望。

你可以在 MSN Money 上查看公司的利润率记录，或者通过损益表中的数据自行计算，方法是用每年的净利润除以销售收入总额。表 16-2 显示了 2001 年 3 月获取的 ATI 以往各年度净利润率。

表 16-2 截至 2001 年 3 月的 ATI Technologies 各年度利润率记录

财政年度	利润率(%)
8/2000	−5.4
8/1999	9.0
8/1998	14.6
8/1997	7.9
8/1996	5.9
8/1995	4.4
8/1994	−1.2

ATI 的利润率历史记录比你期望中的更为反复无常，但看起来，我们仍可以预计公司在恢复元气后实现 8%～9%的利润率。

P/S 比率在许多财经网站上都有显示，2001 年 3 月中的 ATI 股价为 4.20 美元，相当于 P/S 为 0.9。利用 P/S 和 P/E 的关系式，可以得出 P/E 为 11.3：

$$P/E=\frac{P/S}{PM}=0.9/.08=11.3$$

表 16-3 是 P/S 与 P/E 的转换值表，因此你不用做太多计算。查看一下与估计利润率相对应的 P/S 乘数，用其乘以 P/S，就能得到 P/E。比如，利润率为 10%，P/S 为 5，则 P/E 等于 50(5×10)。

利用该表，你可以用 ATI 的 P/S 即 0.9 乘以 13，得出预期 P/E 为 11.7。

ATI 的 P/E 四舍五入后为 12。本书第五章中表 5-1 显示市场认为 ATI 年收益增长在 4%～6%。你无需预计 ATI 的未来年收益增长，你所需要做的只是弄清 ATI 正常化后的隐含增长率是否至少是 5%的两倍左右。

表 16-3 利用 P/S 估算 P/E 的转换乘数表

预期利润率(%)	P/S 乘数
2	50

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

预期利润率(%)	P/S 乘数
4	25
6	17
8	13
10	10
15	6.7
20	5.0
25	4.0
30	3.3
35	2.9
40	2.5
50	2.0

说明：用 P/S 比率除以预期利润率，得出预期 P/E。

查看股价/销售收入的估值

确认候选股具有上行潜力的另一方法，是将当前股价/销售收入或股价/账面价值与历史数据进行比较。你可在 Morningstar 的股票估价——“Stock Valuation”报告中查看历史估价比率。

表 16-4 列出了 2001 年 3 月获取的 ATI 估价/销售收入比率历史数据。

通过将 ATI 的最新 P/S 比率与历史数据进行比较，可以看出，即使 ATI 收入停滞不前，该股仍有增长一倍以上的空间。

表 16-4 ATI Technologies 的股价/销售收入比率历史数据，可在 Morningstar 的股票估价报告部分找到

	3/2001	8/2000	8/1999	8/1998
P/S	0.9	1.7	2.1	2.8

步骤 3：目标价格区间

隐含增长的计算告诉你，如果 ATI 做出努力并恢复赢利能力，持有该股将有钱可赚。下面就要进入实质问题，设定合理的买进和卖出目标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格区间了。

要计算目标价格，首先要假定公司在未来某一年度恢复赢利能力。这一年称做恢复年。之后，计算出恢复年后公布业绩时的目标价格。比如，假若你认为公司将在截至 2004 年 12 月的一个财政年度恢复赢利，恢复日将在 2005 年初。如果公司的恢复期比你预想的晚了一年，不是什么大问题，只是推迟了你可能获利的时间而已，而不会对业绩造成实质性影响。

如果你假设 ATI 将在截至 2003 年 8 月的财政年度恢复赢利能力，以下是在 2001 年 3 月时对目标价格区间分析法的应用。这时，你可以计算出 2003 年 9 月或 10 月（ATI 公布截至 2003 年 8 月的财政年度业绩后）的目标价格区间。

第一步是估计目标财政年度的销售收入，在本例中即是截至 2003 年 8 月的一年中的销售收入。

目标年度销售收入

表 16-5 列出了自 ATI 上市以来的各财政年度销售收入，数据获取时间是 2001 年 3 月。我还以百分比和绝对增长数值的形式列出了年度销售增长。

表 16-5 ATI Technologies 的年度销售收入，以及以百分比和绝对数值形式体现的年度销售增长

财政年度	销售收入（百万美元）	增长百分比（%）	增长数额（百万美元）
8/2000	1 283	8	97
8/1999	1 186	63	458
8/1998	728	92	349
8/1997	379	29	85
8/1996	294	30	68
8/1995	226	55	80
8/1994	146		

在截至 2000 年 8 月财政年度增长放缓前，ATI 的销售增长很不稳定，但每年至少能达到 30%。用实际增长数值表示，则在 1999 财政年度，ATI 的年销售增长区间在 6 800 万美元至 4.58 亿美元之间。

该公司 2001 年 3 月 1 日表示，在截至 2 月的一个财政季度，公司销售收入在 2.3 亿美元左右，2000 年同期为 3.68 亿美元。公司宣布在截

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至11月的财政季度收入为3.42亿美元，显然是销售收入最高的一个季度。由于ATI显著下调了对2001财年的参考预期数据，你无法从分析师一致销售收入预期中找到有价值的数据来辅助你进行估价。

我假设ATI在截至5月和8月的财政季度收入也在2.3亿美元左右。表16-6显示的是我对该公司2001财政年度销售收入预期的总结。

由于2001年看起来似乎是厄运缠身的一年，我认为该公司2002年将趋于稳定，利润率状况将好转，但销售收入持平。我假设该公司将于2003年(即我设定的恢复年)恢复销售收入增长。至于恢复到什么程度，每个人的猜测可能各有不同，但我认为，参照历史数据，恢复到25%是可能的。表16-7显示了我的销售收入预期。

表16-6 我对ATI公司2001财政年度销售收入的预期

11月	342
2月	230
5月	230
8月	230
财政年度	1 032

表16-7 我对ATI公司的销售收入预期总结

财政年度	销售收入（百万美元）	增长百分比	增长数额（百万美元）
2003年8月(预期)	1 290	25	258
2002年8月(预期)	1 032	0	0
2001年8月	1 032	−20	−251
2000年8月	1 283	8	97
1999年8月	1 186	63	458
1998年8月	728	92	349

ATI在遭遇困境之前销售收入从3.5亿美元增长到了4.5亿美元。考虑到这一点，对2003财政年度2.58亿美元的这一增长预期似乎保守了些。

估测利润率

下一步，是估计ATI在恢复年的利润率，也就是我预期的2003年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通常情况下，你应首先列出 ATI 的利润率历史数据，但这一步我已在前面讲述的隐含增长分析中做过了。当时，我认为 ATI 在恢复时利润率将在 8%～9%的区间内。现在我的取值是 8.5%。

估测净利润

一旦有了预期销售收入和预期利润率，就可以计算预期净利润了：

净利润＝销售收入 × 利润率 ＝ 12.90 亿美元 × 8.5% ＝ 1.097 亿美元

我对 ATI 截至 2003 年 8 月财政年度的利润预期是 1.097 亿美元，四舍五入为 1.1 亿美元。

估测已发行股数量

你必须首先估计出 2003 财政年度末 ATI 的已发行股数，之后才能将预期净利润转化成至关重要的每股收益。你可以从当前已发行股数着手，根据 ATI 以往的已发行股状况估计出可能的增加数量。

表 16-8 ATI Technologies 已发行股数量

财政年度	已发行股(百万股)	增长金额(百万美元)	增长百分比(%)
2000 年 8 月	229.4	24	12
1999 年 8 月	205.0	6	3
1998 年 8 月	199.2	5	3
1997 年 8 月	194.0	4	2
1996 年 8 月	190.0		

看起来，ATI 在大量发行新股，大概是为了进行收购。该公司大概不会重复 2000 财政年度犯下的错误，因此我估计在 2001、2002 和 2003 财政年度，公司已发行股每年将增加 500 万股。因而到 2003 年 8 月，已发行股总数将达到 2.44 亿股。

估测每股收益

将净利润转化成每股收益的公式为：

每股收益＝净利润/已发行股＝110/244＝每股 0.45 美元

最后一步，是计算出到 2003 年秋市场将为每股收益 0.45 美元的 ATI 支付多高的股价，这就需要估计出届时可能的 P/E 区间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预测 P/E 区间

回顾历史是估算该公司 2003 年 P/E 的最佳途径。ATI 这家加拿大公司 1988 年才开始在纳斯达克上市，因此 P/E 数据稀少，特别是自 2000 财政年度亏损以来尤其如此。表 16-9 列出了可以获取到的 P/E 数据。

表 16-9　ATI 的历史平均 P/E 值

财政年度	P/E
1999 年 8 月	28
1998 年 8 月	19

虽然数据不足，但我认为 ATI 的历史 P/E 区间可能代表了我对该公司 2003 年 8 月公布收益后的预期。因此，我对该公司 2003 年秋的 P/E 预期上限和下限分别为 28 和 19。

估测目标价格区间

一旦掌握了预期每股收益和 P/E，就能计算出目标价格了：

目标价格＝预期 P/E × 预期每股收益

将最高和最低预期值代入公式，就可得到：

ATI 最高预期目标价格＝28 × 0.45 美元 ＝ 12.60 美元
ATI 最低预期目标价格＝19 × 0.45 美元 ＝ 8.55 美元
平均目标价格：10.58 美元

最高买入价是平均卖出价的 50%至 55%，即 5.29 美元至 5.80 美元。2001 年 3 月中，ATI 股价大约在 4 美元左右，因此按照计算出的目标价格，ATI 符合价值型投资者的要求。

目标价格不是一成不变的，要随情况的变化进行调整。最主要的变量是预期收入和利润率。在你的预期显然过高或过低时，要相应调整目标，但千万不要上调你用以设定最高目标的最高 P/E。

步骤 4：行业分析

不同于成长型投资，价值型投资不是从最热门的行业中挑选最强劲的股票。价值型投资分析将目光集中于候选股本身而并非其所处行业。即便如此，价值型投资者在行业分析方面也有几点需要注意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业增长

根据 MSN Money 上的收益增长率——"Earnings Growth Rate"报告，ATI 处于电脑行业的一个分支中。2001 年 3 月中，分析师预计该行业年收益增长为 30%。从行业增长预期中扣除 30%，得到预期平均年销售收入增长为 21%。高的行业预期预示着高的公司业绩预期，这一点是价值型投资中要避免的。然而高的行业预期并非淘汰一只股票的决定因素。惟一能够淘汰股票的行业因素，是增长过于缓慢，即增幅不足 3%。

行业集中度

行业集中度是指同一部门同一行业相互竞争的公司集中程度。只有少数几家公司竞争的行业称为集中的行业，与之相对的是分散的行业，即有许多竞争对手。身处集中行业的公司通常比分散的行业赢利状况好。

我在 Hoover's 的公司概况——"Company Capsule"中查看行业报告，发现在 2000 年前电脑制图行业一直处于分散状态，之后有四家公司退出，Nvidia 收购了除 ATI 之外的另一家竞争对手。因此到 2001 年 3 月，ATI 和 Nvidia 两家公司主宰了制图芯片市场。ATI 所属的行业发展迅速，高度集中，这两个因素凑在一起是非常理想的。

行业观点

在查看相关出版物时，我发现行业分析师（不是股票分析师）认为尽管 ATI 眼下面临困难，但预计它与 Nvidia 将基本保持并驾齐驱的局面。

行业分析发现，ATI 在这个发展迅速的行业中只有一个主要竞争对手，这个结论真令人欢欣鼓舞。

步骤 5：业务计划分析

业务模式分析是对公司的可能影响成功的业务计划质量进行评估。用业务计划记分卡列出每项的得分，分数有 1，－1 或 0，分别表示业务计划中的有利因素、不利因素及不适用于此公司的内容。

品牌认知

对终端用户来说，ATI 和 Nvidia 都拥有良好的品牌认知度。然而，制图芯片消费者变化无常，如果认为有更好的品牌，会毫不犹豫地转向新品牌。因此 ATI 在品牌认知方面并无优势，得分为 0。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他壁垒

ATI 和 Nvidia 共同主宰着制图芯片市场。它们在技术上的优势是其他公司进入市场的主要壁垒。2001 年 3 月前，英特尔也制造制图芯片，但后来退出了这个行业。进入这一行业的门槛很高，我给它的得分是 1。

分销模式

ATI 向电脑和游戏机制造商供货，也直接出售产品给终端用户。该公司在分销方面没有特别的优势或劣势，得分为 0。

产品使用周期/产品价格

电脑和游戏机是昂贵的消费品，使用寿命相对较长，这对商业计划来说是一项劣势，得分为－1。

供货状况

对 ATI 所在的行业来说，不存在获取制造产品的原材料的问题，因此得分为 0。

收入流可预言程度

电子游戏行业周期性很强，受时尚因素驱动。因此 ATI 的收入流是难以预期的，这就增加了该公司业务模式中的风险。得分为－1。

客户数

ATI 收入主要来自大型游戏和电脑制造商。2000 财政年度，一个客户在 ATI 的收入中就占了 13%。客户数量少就增加了该公司的风险，此项得分为－1。

产品周期

ATI 和 Nvidia 在不断引进新的产品设计。ATI 产品周期非常短，这给其业务模式增加了风险，得分为－1。

产品和市场的多样化程度

ATI 产品类型单一，且只进入两类市场：电脑和游戏机市场。ATI 产品种类和市场多样性的不足给公司的业务模式增加了风险，得分为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

－1。

有机增长与通过收购实现增长

ATI 进行过几次收购，且公司的商誉/有形资产与资产总额的比率为 37%，是典型的靠收购实现增长的公司，得分为－1。

业务模式得分

ATI 的业务模式得分较低，为－5，但这对科技股来说不足为奇。

步骤 6：管理层素质

重要管理人士和董事会素质

ATI 的首席执行官 K. Y. Ho 是公司创始人之一。该公司董事会规模不大，只有五名成员。除首席执行官外，所有董事都是公司外部人士，其中一人是另一家芯片制造企业 Silicon Optix 的创始人。小规模的董事会是个不利因素，公司管理人士资历方面的信息也不多。我认为该公司高层和董事素质尚可。

账目明晰/收益增长稳定

对账目明晰情况的检验，是对公司年度损益表中一次性支出或非经常性支出进行统计，并用它与年度销售收入总额加以比较。如果在过去五年中非经常性支出在销售收入中所占的平均百分比不足 3%，就认为账目是明晰的。

ATI 的损益表中没有一次性支出或非经常性支出，符合账目明晰的条件。

检验收益增长的稳定性，要对公司的季度收益历史记录波动状况进行观察。Multex Investor 的要闻——“Highlights”报告中显示数据的格式非常适合用于此项检验。表 16-10 显示了截至 2001 年 3 月 ATI 季度收益的历史数据。

表 16-10 ATI 的季度收益历史记录

季度	1998 年	1999 年	2000 年	2001 年
11 月	0.12	0.01	0.24	－0.01
2 月	0.13	0.18	0.22	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

季度	1998 年	1999 年	2000 年	2001 年
5 月	0.13	0.16	−0.78	
8 月	0.13	0.15	−0.13	
共计	**0.50**	**0.50**	**−0.45**	

在 2000 年 5 月陷入困境前，ATI 的季度收益非常稳定。我认为该公司收益稳定性良好。

持股状况

ATI 这家加拿大公司未向 SEC 提交详细的内部持股信息，因此我无法作出评价。

我认为 ATI 的高层和董事会人员素质较好，账目明晰，收益稳定性良好但无法对其内部持股状况作出评价。总之，我对 ATI 的管理层素质的评价是处于中上水平。

步骤 7：财务健康状况

评估财务实力的目的不是确定公司是否有能力开发新产品或夺回市场占有率，而是看该公司能否支撑到复苏计划实施那一天。

陷入财务困境的公司分为两类：受挫的烧钱公司和负担过重的债务公司。烧钱公司一般较新，而负担过重的债务公司一般是制度完善、以前曾经赢利的公司。价值型候选股属于负担过重的债务公司可能性更大些。烧钱公司可用专门针对这类公司的分析来评估，而负担过重的债务公司则需要作详细财务健康状况检验。

用负债总额/所有者权益比率（TL/E）选出最合适的候选股：

TL/E	财务健康状况检验
在 0.5 以下	处于困境的烧钱公司
0.5 或以上	要进行详细的财务健康状况检验

受挫的烧钱公司

ATI 的负债总额是 1.849 亿美元，所有者权益为 7.222 亿美元，TL/A 比率为 0.3，符合受挫烧钱公司的条件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

检验的第一步是对 ATI 营运现金流的历史记录进行评估。表 16-11 中显示的现金流数据，2001 年 3 月时你可能在 Morningstar 的财务状况——“Financial”栏目里看到过。

表 16-11 ATI 的营运现金流历史记录

期间	营运现金流(单位：百万美元)
截至 2001 年 2 月的 12 个月	－158.0
截至 2000 年 8 月财政年度	－17.9
截至 1999 年 8 月财政年度	74.8
截至 1998 年 8 月财政年度	21.8

ATI 的最新 12 个月营运现金流为－1.58 亿美元，让人望而却步。然而该公司并不像最初看上去那么糟糕。我下载了 ATI 的资产负债表，发现在此期间，该公司用 4 000 万美元现金偿付了应收账款。

我认为这是件好事，在计算 ATI 的烧钱率时从 1.58 亿美元中减去了这 4 000 万美元。烧钱率是 1.18 亿美元(1.58 亿美元减去 4 000 万美元)，大约为每月 1 000 万美元。

烧钱率＝1.18 亿美元/12＝每月 1 000 万美元

2001 年 2 月时，ATI 的流动资产共计 5.01 亿美元，流动负债 1.75 亿美元。从流动资产中减去流动负债，得出营运资本为 3.26 亿美元。

营运资本＝流动资产－流动负债

营运资本＝5.01 亿美元－1.75 亿美元＝3.26 亿美元

假设每月 1 000 万美元的烧钱状况持续不变，ATI 的营运资本足够支撑 32 个月，高于我要求的至少支撑 24 个月。由于 ATI 通过了烧钱率检验标准，因而不会是潜在的受挫烧钱公司。

步骤 8：赢利能力分析

按照价值策略的要求，要在股票最糟糕的时候买进。利润率会下降，销售增长会停滞，甚至可能出现负增长，收益可能转为亏损。价值型投资策略就是基于“向平均值靠拢”的原则。

按照这一原则，异常高的数字会降下来，过低的数字将会回升到历史水平。比如，如果公司公布的营运利润率与历史数据或行业平均水平相比超乎寻常地高，很可能在未来季度降下来，反之亦然。成长型投资者认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为高于平均水平或利润率上升是件好事，但价值型投资者却将这些解释成潜在的卖出信号。

对价值型投资者来说，向平均值靠拢意味着你买入的股票业绩低于历史水平。同时，还要避免买入那些长期以来现金流为负，和(或)营运利润率反复无常的公司，和(或)ROA过低(在8%以下)的公司股票。

像表16-12显示的那样，2001年初，ATI处境艰难。

表16-12 ATI的主要营运现金流数字(%)

	2001年2月季度	2000年11月季度	2000年8月财年	1999年8月财年	1998年8月财年	1996年8月财年
年度销售增长	—40	—7	8	63	92	29
毛利润率	13.8	24.3	18.5	34.2	37.0	32.1
营运利润率	亏损	亏损	亏损	13.3	19.9	11.4
净利润率	亏损	亏损	亏损	9.0	14.6	7.9
SG&A占销售收入百分比	12	9	9	8	11	13

ATI在技术上未跟上Nvidia的步伐，且在向市场投放新产品之前，该公司一度为赢得市场占有率而降价。

表16-13表明，从该公司的ROA赢利能力、营运现金流和EBITDA数字中能得出同样的结论。

表16-13 ATI的赢利能力、营运现金流和EBITDA历史记录(%)

	2001年2月季度	2000年11月季度	2000年8月财年	1999年8月财年	1998年8月财年	1996年8月财年
ROA	亏损	亏损	—7	19	28	16
营运现金流	—42	8	—18	75	22	18
EBITDA	—15	57	6	223	151	47

对价值型投资者来说，营运现金流为正是极其重要的考虑因素。ATI在陷入困境前的五年中，有四年都公布了正的现金流。在我看来，在该公司恢复后每年的营运现金流至少能达到2 000万美元。ATI在交厄运之前的资产回报率引人注目，我没有理由认为该公司ROA不会再次达到15%以上。

从价值型投资的角度看，ATI的数值反映了投资机会。尽管该公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

受到了 Nvidia 的打击，但两家公司的销售收入仍然并驾齐驱。ATI 在技术上落在了后面，但没有明确的原因表明该公司不会收复失地。Nvidia 的优势在于赶上了好时机，没有什么根本的不同。它没有母公司，没有更好的生产技术或其他重要而持续的优势。现在的 ATI 与两年前春风得意时没什么本质区别。该公司的创始人仍然掌舵，也没有迹象表明有重要管理人才流失。ATI 没有长期债务，因此在这方面没有后顾之忧。

一旦 ATI 状况稳定下来，公司毛利润率就可能恢复到 30%多的区间内，其 SG&A 占销售收入的百分比将回落至 9%，营运利润率很可能在 11%～15%左右。

如果一切顺利，你该对收益水平作出怎样的预期呢？在步骤三(目标价格)中，我假设到截至 2003 年 8 月的一个财政年度，ATI 的销售收入将恢复到 12.9 亿美元。表 16-14 显示的，是在这一假设成立情况下 ATI 的净利润，营运利润率恢复到 14%，公司所得税税率回升到 33%。

表 16-14 基于预期销售收入和预期营运利润率估算出的 ATI 公司 2003 财政年度净利润(单位：百万美元)

销售收入	1 290
营运利润(14%)	181
利息支出	0
税前利润	181
所得税(33%)	—60
净利润	121

1.21 亿美元的预期净利润与目标价格计算中 1.1 亿美元的净利润预期一致。

步骤 9：红色信号

价值型投资者无需查看可能对未来造成灾难性影响的红色信号，因为灾难通常都已经发生过了。然而，在收益质量方面仍有一个问题需要重视。

资本支出与折旧

明智的经理懂得必须持续不断地投资于新的固定设备，即使在处境艰难的时候也是如此。一般来说，资本投入至少应等于折旧支出。表 16-15 显示的，是 ATI 在折旧和资本投入方面的历史记录。

数据表明，尽管一时受挫，但 ATI 仍在为新的固定设备进行投资，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是个好现象。

表 16-15 ATI 的折旧和资本支出(单位:百万美元)

	截至 2000 年 11 月和 2001 年 2 月季度	2000 年 8 月财年	1999 年 8 月财年	1998 年 8 月财年	1997 年 8 月财年
折旧	10	18	14	7	4
资本支出	15	26	31	22	22

说明:2001 年 2 月和 2000 年 11 月的一栏代表的是 2001 财年前两个季度。

步骤 10:持股状况

对价值型投资者来说,内部人士持股总量是持股状况方面惟一重要的因素。

由于缺乏及时性,机构投资者持股状况的数据不是价值型投资分析的考虑因素。如果公司已被市场冷落半年以至更长时间,机构持股比率一般不足已发行股的 50%。机构持股数据至多能把你已经弄清的问题再证实一遍。

内部持股若超过已发行股的 55%,则预示公司可能出现问题。你可从已发行股总数中减去流通量,得出内部持股量。两个数据在 Multex 的速览报告中都有显示。ATI 的内部持股总比率只有 2%,这方面不存在问题。

当股票遭到大量抛售后,如果像首席执行官或首席财务官之类的内部人士大量买入公司股票,表明内部人士对公司未来有信心。然而,内部的买盘是次要信号,关键性不及其他因素。

步骤 11:价格走势图

股价与 200 日移动均线的比较是这方面的惟一相关因素,因为价值型投资者要把关注的重点放在计算买入和卖出价格上,从而确立买进和卖出价格点。一般来说,价值型股票的股价低于或接近移动平均价格。2001 年 3 月时,ATI 的股价低于 200 日移动平均价格。

对于那些股价比移动均价高出 10%以上者,价值型投资者应提高警惕,这通常意味着你采取行动为时已晚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何时抛出

决定何时卖出与分析候选股的买入同等重要。以下是对价值型投资者的卖出规则建议：

目标 P/E 已经达成

最清楚的卖出信号，是公司收益状况已经恢复，股票 P/E 在你过去用来计算目标卖出价的最高和最低值之间。如果一切顺利，销售收入和收益将在你设定的目标轨道上运行，股价在你设定的目标区间内。当分析师调高对公司的收益预期，成长股投资者开始买入的时候，你就要抛出了。

当你意识到自己的预期无法实现时

你最大的风险，是公司无法实现你预期的销售收入和(或)收益目标。你的第一条线索是，你意识到公司在不断丧失市场占有率或市场状况不像你预想的那么强劲。一旦有明显迹象表明你的目标无法实现，就立即将手中的股票抛出。

收购

如果你持股的公司收购的另一家公司规模相当于自身25%或以上，就要将股票卖出了。如果公司进行了一系列收购，而总收购规模占到了公司的25%或以上，也要将股票卖出。

基本面每况愈下

如果在你持有该股后，公司的资产回报率(ROA)、营运现金流或营运利润率状况连续两三个季度持续恶化，就要抛出了。

重新公布早先业绩

重新公布过去的业绩，就增加了未来出现问题的可能性。除非公司更换了管理层，否则在公司显著下调以往公布过的销售收入或收益时，就要将股票卖出。

借款增加

债务膨胀表明公司无法依靠自身力量产生足够的现金来解决问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果公司借款大量增加，就要将股票卖出了。

股价比移动平均价格高出 50%

股价如果处于这种状态，表明该股在相对短的时期内跨越了一大步。这时候，你就该将其卖出，而不要抱住该股不放，偏等达到你的卖出目标价格再采取行动了。

红色信号

建议我们买入的分析师没有检查红色信号，因为在你发现这些价值型股票时，其中大多数公司的财务报表都是一塌糊涂。在公司稳定下来后，要查看季度报表上存货和应收账款中的红色信号。不要担心收入增长，但要关注收益质量方面的因素，如营运现金流中包括的养老金计划，或营运收益中的员工股票期权。如果公司以往经历过亏损，你可以预计公司将支付较低的所得税，但要小心的是，未来的税率增加可能削减净利润。

小结

价值型投资者为以下两个原因而卖出股票：(1)股票的目标价格已经达成；(2)公司出现问题，不大可能在你最初设想的时间内达成你预期的销售收入和(或)利润率。在明确的卖出信号出现时等待更多信息，很可能影响你的获利，并使小的损失转为更大的损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十七章　成长股投资的分析过程

COSC：将精力集中在最强劲的候选股上

每个时代有自己的成功典范：微软、英特尔、沃尔玛，这些公司看起来都是白手起家，堪称行业中的巨擘，并带动自己的股东致富。

发现下一个微软是成长股投资者心中的神圣目标，但在成长型投资中，要取得成功并非一定要找到下一个微软。

股价最终是随收益而变动的。如果你发现一家公司年收益增长15%，进而股价以同样的幅度攀升，你的1 000美元在十年中就能增加到4 000美元以上；如果一只股票每年上涨20%，十年就能增加到6 000多美元；如果年涨幅在25%，就能获得9 000多美元。

尽管2000年和2001年市场低迷，但到2002年初，有140家美国上市公司在此前十年的年度平均收益增幅超过了15%，84家公司年平均增长超过20%，61家超过了25%。回顾过去五年，149家公司年平均收益增长超过20%，116家超过了25%。

成长型投资就是要发现那些能依靠新产品和服务实现超群增长的公司。你甚至没有必要找到一家能在较长时期保持实现高于平均增长的公司。你可以从一家公司入手，在该公司增长出现动摇时转向另一家。其中的技巧在于，你必须尽早察觉增长的迹象，而在这一点被人们普遍发觉、股价下跌之前调转马头。

20世纪90年代末，成长型投资就几乎是科技股投资的代名词，但实际上成长型的公司遍地都是。年平均增长在25%以上的公司可以在许多行业找到：银行、广播、有线电视、消费金融、电力、食品加工、保健、住宅建筑、旅馆、家用产品、保险、天然气、石油、制药和零售。

成长型投资者乐此不疲。他们喜欢体会从众多股票中发现下一个成长目标的兴奋感。有些投资者遵循自上而下的策略，即辨认出强势行业，从领先者中挑选出最佳候选股。其他投资者则是自下而上，即不考虑行业，只寻找成长最迅速的公司。

成长型候选股

理想的候选股常常能在新兴市场中找到。如果投资者能从一个处于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成长阶段但仍然分散的市场上识别出最终的优胜者(如早期投资于戴尔、微软或沃尔玛),就能获得相当丰厚的回报。

这样的机会很难找到,下一批最佳成长型候选股向现有市场提供独一无二的产品和服务,收益持续增长,利润率持续提高。

如果对手之间主要依靠价格竞争,或公司在所属行业不处于数一数二的地位,这样的候选股就再糟糕不过了。

成长型投资不是要逢低买进。在你发现这些候选股时,它们很可能早已摆脱了低点。支持它们上涨的因素往往不是基本面上的。成长股在增长放缓时会一落千丈,但这只不过是因为此前它们的价值被高估了。在大多数人之前发现成长股增长放缓的红色信号,是成功进行成长股投资的关键。

分析过程

成长股投资的分析过程包括 11 步:

1. 分析师数据解析。
2. 检验当前股票估价。
3. 设定目标价格。
4. 行业评估。
5. 商业计划分析。
6. 管理层素质评估。
7. 财务健康状况分析。
8. 赢利能力和增长趋势分析。
9. 查找红色信号。
10. 持股状况检查。
11. 查看股价走势图。

每一步骤都使用一种相应的分析工具,这在第二部分中已作过介绍。本章讲述的过程是以你已熟悉的这些分析工具为前提的。

本章还针对何时该将股票卖出的问题作了总结。对许多投资者来说,这是投资过程中最困难的一步。

投资者最好同时对几只股票进行研究。要对几只互为竞争对手的股票加以比较,你就不得不多动脑筋,以作出更明智的决策。在分析过程开始前一定要进行快速预选(本书第十五章),首先淘汰那些显然不适合的股票。

记住 CSCO:主攻强势股。一发现股票不满足你的要求,就立即将其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

淘汰。不要将时间浪费在分析那些弱势股票上。

我将以癌症诊断服务供应商 Impath 公司为例，阐明这一分析过程。1999 年，当我进行一次成长型候选股的筛选时，Impath 首次进入了我的视线。当时，发展迅速的成长型候选股多如牛毛，因此我对该股未加太多关注，直到 2000 年 6 月科技股显然陷入困境。

步骤 1：解析分析师的评级和预期

当你发现股票正在获得越来越多市场参与者的青睐时，成长型投资的作用才能发挥到极致。分析师的买进/卖出评级和收益预期是衡量市场信心的关键指标。

信心指数

用信心指数来证实你选择了有活力的成长型候选股。如果得分为－4或更低，表明股票属于价值型而并非成长型。得分在 9 或更高表明该股是市场预期过高的成长股，因此风险也更大。

信心指数得分偏低(如在－2 到＋2 之间)的成长型候选股往往具有最大的上行潜力。信心指数在一定程度内的上涨，如从 1 升至 4，表明预期在提升。只要基本面因素持续支持这些预期，这种提升就是件好事。

从事癌症研究诊断的 Impath 从未获得过市场的高度热情。2002 年 6 月该股股价为 24 美元，当时有 6 名分析师对它进行了评级。两人将其评为强烈建议买进，两人评为买进，其余两人评为持有。从 2000 年 6 月到 2001 年 2 月，Impath 的信心指数从 0 上升到 3 这一最高点，同一时期股价一直在 50 美元至 53 美元的区间内波动。

收益预期和趋势

分析师的收益增长预期以及对收益预期的调整，是成长股股价变动的原动力，因此你在分析时也该尤其重视。

比如 2000 年 6 月时，股票分析界对该公司提不起兴趣，反映在信心指数上就是该指数为 0。但 Impath 股价在 5 个月内几乎上涨了两倍，到 10 月时升至 59 美元。

这是为什么呢？在宣布截至 3 月的一个季度收益较上年同期增长 63%后，Impath 的股价就开始起飞。更让人欢欣鼓舞的是，截至 3 月的季度收益还较预期高出 0.03 美元，这促使分析师上调了对该公司 2000 年和 2001 年的预期，但这些上调不是在业绩公布后马上进行的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 17-1显示了截至 2000 年 6 月分析师对该公司的一致预期。

表 17-1 2000 年 6 月中分析师对 Impath 的收益预期

	2000 财年 EPS	2001 财年 EPS
6 月	1.57	2.06
5 月	1.55	2.04
4 月	1.52	1.97

分析师对该公司 2000 财政年度收益的一致预期从 2000 年 4 月的 1.52 美元上升到 6 月的 1.57 美元。这一预期比 1999 年同期高出 41%。同样，分析师对该公司 2001 年的每股收益预期也从 1.97 美元上调至 2.06 美元。

从百分比上看，从 4 月到 6 月的预期上调幅度并不大。但市场更关注的是绝对数字而不是百分比。另一点有利于 Impath 的因素是，预期的调整不是一下子发生的，而是 5 月时上调一些，6 月时再上调一次。许多投资者在筛选股票时尤其关注收益预期中的这一类有利动向，相信这表明在公布收益时将出现意外惊喜。有趣的是，根据我的记录，在 4 月至 6 月，没有分析师改变对该股买进/卖出的评级。

2000 年 10 月中时，Impath 股价达到了颠峰，当时分析师对该公司 2001 财政年度的一致预期进一步调高至 2.10 美元。

一切都相当顺利。在 2002 年初之前，Impath 没有下调参考数据或达不到预期。2000 年 12 月，该公司每股收益较预期高出 0.01 美元，只是收益预期没有继续调高。到 2001 年 3 月，Impath 的股价已经跌至 40 美元～43 美元，并将在这样的股价上再苦苦挣扎至少一年。

- **预期收益增长**

要更多关注当前和下一财政年度的预期收益增长率。一般来说，较上年同期增长预期最高的公司获得的关注也最多。

然而，如果上年收益增长实际数字非常低，比如在 10 美分或更低，上述规律就不适用了。要避免这种异常情况，就要保持当前和下一财政年度预期增长的一致性。下一财政年度的预期增长应与当年相差无几，或是更高。

从技术角度来讲，收益增长达到 10%～15%就符合成长股的要求了。尽管如此，你最好还是坚持选择年收益增长至少在 20%以上的公司，在一定的限度内越高越好。如果年收益增长幅度大大高于 50%，就无法持续下去了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要用同一时期的收益和收入增长预期进行比较。收益增长预期高于销售收入增长预期是个潜在的红色信号。预期认为利润率状况在好转，而实际情况并不一定如此。

- **收益预期趋势**

用当前预期与上年同期的预期作比较，借此对当前和下一财政年度的收益预期趋势进行评估。如果预期中的差异不足 2 美分，就予以忽略。排除所有预期呈下降趋势的候选股，因为这样的趋势很可能持续，并导致在公布收益报告时业绩达不到预期。

呈上升趋势最为理想，但在这一步中，不要淘汰那些收益预期持平的公司。如果最终要在两家其他条件相同的公司间作出抉择，就选择收益涨势最强劲的一家。

高于或低于预期的记录

公司近期收益增长高于或低于预期的记录往往预示着未来。如果一家公司近期业绩不断出现“意外惊喜”，则它很可能继续公布高于预期的业绩，而反之亦然。要避免买进近期宣布过业绩未达预期消息的股票。即使以 1 美分之差未达到预期，也与相差 50 美分同样值得重视。

而另一方面，如果超出预期，则超出的数值必须显著一些。许多公司对收益预期进行操纵，如果一切按照计划进行，就将公布业绩较预期高出 1 美分～2 美分。因此，1 美分～2 美分的“意外”算不上意外。如果一家以往业绩总是较预期高出 2 美分而这一次与预期持平，就有些意外了。如果发生这种情况，很可能拖累股价走低。

若收益总是大幅超出预期(比如超出 15 美分以上)也是危险的，因为市场还会预期出现同样幅度的增长，如果下一次收益只比预期超出了 5 美分，市场就会大失所望。

最适中的历史记录应是收益持续比预期高出 4%～9%。这就足以在业绩公布日推动股价走高了。如果公司公布的业绩一贯小幅(如 1% 或 2%)高于预期或与预期持平，也可接受。惟一危险的信号是业绩持续低于预期。

如果过去四个季度内业绩与预期相比忽高忽低，就要把注意力主要放在最新一个季度上。表 17-2 显示的是截至 2000 年 6 月中 Impath 公司实际收益与预期的比较。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 17-2　Impath 收益与预期的比较

	1999 年 5 月	1999 年 6 月	1999 年 9 月	1999 年 12 月	2000 年 3 月
预期每股收益	0.22	0.28	0.30	0.35	0.33
实际每股收益	0.22	0.28	0.30	0.32	0.03
高于或低于预期的部分	0.00	0.00	0.00	−0.03	0.03

Impath 以往高于或低于预期的记录没有呈现出某种趋势，也就不会对分析造成影响。

收入预期

销售增长放缓对成长股来说通常是坏消息，且最终会导致收益令人失望。然而销售增长放缓并非总能反映在收益预期中，因为分析师有时会公布利润率增长的预期来加以弥补。

你将在进行到步骤 8(赢利能力和增长)时用收入增长预期与历史数据进行比较，因此现在，只须关注当前和下一财政季度的预期收入就可以了。

研究报告

分析师的研究报告中含有关于公司和行业的宝贵背景资料。有时，报告中详述的这些信息与分析师对公司的买进/卖出评级背道而驰。对于每只候选股，你要至少找到两篇研究报告。

步骤 2：估价

20 世纪 90 年代末，成长股投资者并未在股票估价上花费多少心思。这并不像听起来那么好笑，因为成长股在最辉煌的时期股价本来就与基本面状况不符。动摇其上涨根基的往往是增长的放缓而不是市场对股票的估值。

举例来说，从 1999 年到 2000 年初，思科的股票估值已经达到了荒唐可笑的程度，但无人注意。让该股从 70 美元跌至 15 美元左右的，是该股无法实现预期增长率的消息。步骤 9(红色信号)讲解的就是在不利消息

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拖低股价前察觉增长放缓的策略。

这就是说，虚浮的光环终将褪去，股价最终反映的是基本面。因而作为一名成长股投资者，对于市场对候选股的估值必须心中有数。

以合理价值增长(GARP)

从历史上看，GARP法一直是成长股投资者首选的估价策略。它的最大好处是简单。你甚至连财务报表都不用看，就能运用这一方法估测出股票的价值。

$$PEG=\frac{P/E}{\text{收益增长}}$$

P/E中的E通常指当前财政年度的一致收益预期，但有时会用连续12个月的每股收益替代。

收益增长(G)可以是历史收益增长水平，但通常是基于收益增长预期的。大多情况下特别是在许多财经网站计算中会使用分析师的五年收益增长预期，但其余人则将其界定为当前或下一财政年度的收益增长。

如果你想用连续12个月收益作E，用分析师五年一致年收益增长预期作G，可以查看雅虎研究报告中的PEG值。

PEG确定了股票的合理价值。如果股价高于合理价值，成长型投资者就认为其价值被高估，如果低于合理价值，就认为价值被低估。

起初，合理价值被定义为PEG=1，也就是说，P/E比率等于收益增长率。然而在20世纪90年代末，这一定义与实际情况完全不相符，因此许多成长股投资者将合理价值改为PEG=2。这时，P/E比率就是收益增长率的两倍。由于在浮躁的市场上股票实际的确以高于估价的价格成交，这样的定义是合理的。

按照当前财政年度预期收益和分析师长期一致增长预期计算，2000年6月时Impath的PEG为1.0，10月时为2.4。

隐含增长

隐含增长率是对股票进行估价的另一方法，而且在我看来，是一种更好的办法。

在隐含增长率表(本书第五章/表5-1)中，用本杰明·格雷厄姆的固有价值公式确定了股票P/E中隐含的长期收益增长率。惟一的变量是当前AAA级公司债券利率，你可以轻而易举地从Financial Forecast Center (www. Neatideas. com/aaa-bonds. chtm)中查到。

2000年6月，Impath的P/E为42，其中隐含的年收益增长率约为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

28%。那时，分析师对该股的增长预期在 30%以上，因此如果 Impath 的价值没有被低估的话，对它的估价也是较为合理的。

然而到 2000 年 10 月，按照连续 12 个月收益计算，Impath 股价的 P/E 达到了 96，按照 2000 年预期收益计算则为 79。那时，分析师预计该公司年收益增长率为 33%，但 Impath 估价中反映的隐含增长率却达到了 60%～70%。

因此到 10 月时，无论用 PEG 还是隐含增长率衡量，Impath 的价值都被高估了。

步骤 3：目标价格区间

目标价格分析虽然要做许多工作，但它可以让你对股价的前景有最清楚的了解。在这一步中，你将估计销售收入和利润率，从中得出净利润，再用其除以已发行股数，从而对目标年度的 EPS 作出预测。一旦掌握了 EPS，你就能在目标年度收益公布后估计出该股可能的 P/E 区间，从而确立目标价格。

对于成长股，我一般持有 12 个月至 18 个月，因此如果我早就持有 Impath 股票的话，应在 2002 年初，也就是该公司 2001 财政年度业绩公布后计算它的目标价格。这项分析中使用的是截至 2000 年 6 月的数据，该公司 2000 年 8 月进行过一次 1 分 2 的股票分拆。

目标年度销售收入

目标价格分析的第一步是预测目标年度（2001 年）的销售收入。表 17-3 显示的是 1996～1999 财政年度和截至 2000 年 3 月的一个季度 Impath 的销售数字和年增长率。

表 17-3 Impath 1996—1999 财政年度和截至 2003 年 3 月第一季度销售额和年增长率

期间	销售收入（百万美元）	较上年同期增长百分比（%）
2000 年 3 月财政季度	31	80
1999 年 3 月财政年度	85	52
1998 年 3 月财政年度	56	52
1997 年 3 月财政年度	37	69
1996 年 3 月财政年度	22	49

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2000 年正是 Impath 如日中天的时期，但我怀疑它在 2001 年能否保持这一增速。因此我预计，尽管该公司 2000 年将以 60%的幅度增长，但到 2001 年只能增长 50%。表 17-4 是对 Impath 公司以往各财政年度销售收入记录，并加入了我对公司 2000 和 2001 年的预期。

表 17-4 Impath 以往财政年度销售收入和我对该公司 2000 和 2001 的预期

期间	销售收入（百万美元）	较上年同期增长百分比（%）
2001 财政年度	* 205	* 50
2000 财政年度	* 137	* 60
2000 财政季度	31	80
1999 财政年度	85	52
1998 财政年度	56	52
1997 财政年度	37	69
1996 财政年度	22	49

说明：加 * 的数字表示我的预期。

下一步，是估计 Impath 的 2001 财政年度利润率。MSN Money 上的 Key Ratio 10-Year Summary 报告中显示的 Impath 以往利润率大多在 9.3%至 9.8%之间。我认为该公司利润率将保持在这个区间内，且 2001 年利润率为 9.5%。

估测净利润

一旦估算出销售收入和利润率，就可以预测目标年度（在这里是 2001 财政年度）的净利润了：

净利润＝销售收入 × 利润率

净利润＝2.05 亿美元 × 9.5% ＝ 1 950 万美元

估算已发行股数量

在计算预期 EPS 前，你必须估算出 2001 年底的已发行股数量。表 17-5 是我进行到这一步时的预期数据和以往四个财政年度已公布数据的总结，其中也包括已发行股数量。表中还列出了我对该公司 2000 和 2001 财政年度已发行股数量的预期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 17-5 对 Impath 预期数据汇总

期间	销售收入（百万美元）	净利润率（%）	净利润（百万美元）	已发行股（百万股）
2001 财政年度	*205	*9.5	*19.5	*7.9
2000 财政年度	*137			*7.8
1999 财政年度		9.6		7.7
1998 财政年度		12.4		8.2
1997 财政年度		9.8		5.5
1996 财政年度		9.3		5.3

说明：* 代表我的预期数值。

1998 年，Impath 的已发行股数量大幅增加，但 1999 年时回落。1998 年的上升可能与收购有关。我认为 Impath 大概会额外进行小规模收购，并预计到 2001 年底该公司将有已发行股 790 万股。

预期每股收益

一旦估算出净利润和已发行股数，就可以将二者相除，计算预期每股收益了：

EPS＝净利润/已发行股

EPS＝1 950 万美元/790 万股＝2.47 美元

我对 Impath 的 2001 财政年度每股收益预期是 2.47 美元。

预期 P/E 区间

查看历史 P/E 区间，是预测 Impath 未来 P/E 的最佳途径。表 17-6 显示了 Impath 在过去四年中的平均 P/E 和 2000 年 6 月时的 P/E 值。

表 17-6 截至 2000 年 6 月 Impath 的 P/E 比率

期间	平均 P/E
2000 年 6 月	42（实际）
1999 财政年度	26
1998 财政年度	34
1997 财政年度	40
1996 财政年度	39

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从历史数据上判断，我认为在 2002 年初时，Impath 的 P/E 很可能在 34 美分～42 美分。这样就得出了 2002 年初时 Impath 的目标价格：

目标价格＝P/E × EPS

Impath 的最高目标价格＝42 × 2.47＝104

Impath 的最低目标价格＝34 × 2.47＝84

最低和最高目标平均值：94 美元

根据目标价格策略，最高目标买入价格区间应在平均目标价格的 50%～55%，即 47 美元～52 美元。我进行此项分析的那天是 6 月 12 日，当时该股收于 48 美元。

考虑到 Impath 在 8 月时进行过一项 1 拆 2 的股票拆分，最低和最高目标价格分别变成了 42 美元和 52 美元。到 2000 年 10 月，Impath 股价达到 60 多美元，远远高于目标价格区间了。

我的目标与实际情况接近程度如何呢？表 17-7 是我的预期与公司实际状况的比较。

Impath 公布的销售收入比我的预期低约 7%，但利润率大大低于我的估计。该公司将利润率下降归咎于 9·11 恐怖袭击事件和与收购相关的成本。

表 17-7 Impath 的 2001 财政年度预期与实际表现

	预期	实际
销售收入(百万美元)	205	190
净利润率	9.5%	5.8%
净利润(百万美元)	19.5	11
已发行股(百万美元)	15.8	16.7
EPS	2.47	0.66
P/E	34～42	58
2002 年 2 月时的股价	44～52	38

步骤 4：行业分析

了解你候选股的行业前景及在竞争中的地位，是成长股分析过程中的一项重要内容。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业

从 Multex 提供的业务描述——“Business Description”上看，Impath 的业务是向治疗癌症的医生提供此类患者诊断与治疗的信息。大多数癌症是在中小规模的社区医院病理科诊断出来的，因而这些医院就是 Impath 的基本客户。Multex 的介绍摘录自 Impath 提交 SEC 的报告，其中还强调说，这些小医院一般没有进行复杂癌症分析的设备。

行业增长

MSN Money 的收益增长率——“Earnings Growth Rate”报告中强调，Impath 属于门诊病人/家庭保健行业，预计今后五年内该行业年增长 22%。如果给这个增幅打上 30%折扣，则预计 Impath 所属的行业年销售增长率为 15%，符合快速成长股的标准。

行业集中度

Impath 所属的行业是高度分散的，互为竞争对手的公司有几十家。然而我发现，其他公司中没有一家专门从事癌症诊断试验，Impath 是独一无二的。表 17-8 提供了 Impath 和另外两家最主要竞争对手的销售收入和销售增长比率数据。

表 17-8 Impath 和两家最主要竞争对手的销售增长数字

	1999 年收入（百万美元）	年收入增长率（%）
Impath	84	52
Lab. Corp.	1 699	5
Dianon Systems	76	22

选择行业中的优胜者

Laboratory Corportation of America 的 1999 年销售收入为 17 亿美元，是最大的临床实验服务供应商。与之相比，Impath 同期的销售收入只有 8 400 万美元。然而，LCA 提供广谱试验服务，在癌症方面并不专业，而且也算不上一只成长股；该公司 1999 年销售收入只增长了 5%，而同期 Impath 增长了 52%。Dianon Systems 与 Impath 规模相当，但增长更慢，在癌症方面也不在行。

我发现在肿瘤检验方面，没有一家公司能像 Impath 那样将快速增长与专业性结合起来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业消息

我找不到多少关于 Impath 的公司消息，只找到了当时(2000 年 6 月)该公司自己的一些新闻稿，因此我给一位肿瘤研究专家打了电话。他证实，Impath 在癌症检验领域处于领先地位。几个月后，行业杂志 In Vivo 上对该公司进行了介绍，并证实它是最大的癌症检验服务供应商。

行业小结

Impath 身处一个分散的行业，但专攻一个相对较小的市场领域——癌症检验，并占据了领先地位。

步骤 5：业务计划分析

业务计划记分卡

业务模式分析是评估可能影响公司成功的业务计划质量。运用业务计划记分卡为每项内容记分。对于有利、不利或不适用于该公司的项目，得分分别为 1、−1 或 0。

- **品牌认知**

Impath 在专业人士中口碑很好，但仅限于在肿瘤这一专业性极强的领域，且如果有竞争对手能提供更好的服务，Impath 的品牌认知并不能成为有效阻碍其他对手介入的障碍，因此本项得分为 0。

- **其他壁垒**

临床分析领域本来是个容易介入的领域。任何一家后援充足的企业都可开设实验室。然而，Impath 的数据库中累积了超过 50 万个癌症案例，将症状与结果结合在一起。这就给 Impath 带来了巨大的竞争优势，并成为阻碍新竞争对手的壁垒。此项得分为 1。

- **分销模式**

Impath 的客户是医院和诊所，不存在分销的问题，得分为 0。

- **产品使用周期/产品价格**

Impath 的每次销售只针对一个病例检验，医院和诊所不断展开实验，就要求进行新的分析。实际上，Impath 所提供的服务产品生命周期非常短，客户必须不断从公司购买，这是一项优势，得分为 1。

- **原料供应/供应商**

对 Impath 来说不存在获取检验材料的问题，得分为 0。

- **可预言收入流**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Impath 与其客户(医院和诊所)签有合同,收入流是能准确预言的,得分为 1。

- **客户数量**

2000 年 6 月,Impath 向超过 1 700 家医院和 400 家肿瘤诊所的超过 7 400 名医生提供了服务,显然并没有少数几家客户在销售收入中占很大比重。此项得分为 1。

- **产品周期**

Impath 提供的是服务,这类业务不存在产品周期的风险,得分为 0。

- **产品和市场多样性**

Impath 只向肿瘤检验这个市场提供单一的产品和服务。公司产品种类缺乏多样性,这就增加了业务模式中的风险。得分为一1。

- **有机增长与通过收购实现增长**

Impath 的增长主要是通过收购实现的。该公司商誉/有形资产在资产总额中占 24%,表明该公司在不断进行收购。此项得分为一1。

步骤 6:管理层素质

重要高层人士和董事会成员素质

自 1990 年以来,Impath 的首席执行官一直在公司任职,在担任该公司首席执行官以前是同一领域的知名学术研究人员。首席营运官和首席财务官自 20 世纪 90 年代初开始一直在公司供职。

Impath 的首席执行官还兼任董事长。一名董事曾在强生(Johnson & Johnson)任副董事长,并担任过许多其他重要职位。另一名董事是 Impath 的联合创始人,也是知名的肿瘤专家。还有一名董事是一家应用生命科学院院长,同时是一家生命科学公司首席执行官。第四名董事在一家医疗研究机构任首席执行官。第五位董事曾是百时美施贵宝(Bristol-Meyers Squibb)一家子公司的副总裁。只有一名做律师的董事没有积极参与医疗专业研究。

Impath 的董事会云集了公司所属行业积极推动和实干的精英,而不是投资银行家和风险投资家。我认为该公司关键高层和董事会成员素质相当出色。

- **账目明晰/收益增长稳定**

对于账目明晰情况的检验,是统计公司年度损益表中一次性支出数字,并与年度销售收入总额相比。这些一次性支出包括:(1)非正常支出;(2)重组支出;(3)收购研发项目;(4)特殊项目支出;(5)会计变更;(6)非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持续性业务。如果一次性支出一再占到销售收入的3%以上，就称公司账目不明晰。

1997、1998和1999财政年度，Impath的一次性支出均为0，表明该公司账目明晰。

要检验收益增长稳定性，需要查看公司季度收益的历史记录，以了解公司收益的波动状况。表17-9是Multex的聚焦报告栏目上公布的Impath季度收益历史记录。

表17-9 Impath的季度收益历史记录

季度	1997年	1998年	1999年	2000年
3月	0.10	0.17	0.22	0.36
6月	0.16	0.22	0.28	
9月	0.16	0.25	0.30	
12月	0.22	0.23	0.21	
共计	**0.64**	**0.87**	**1.01**	

Impath以往的季度收益非常稳定，EPS没有出现过负值。纵观每年同一季度的业绩，只有一个季度(1999年12月)收益低于上年同期。

- **持股状况**

Impath的首席执行官持有约12.5万股公司股票，还另外拥有27万股的股票期权。其他公司要员持有的股份都不超过10万股，但有几人拥有的股票期权在4万股至10万股左右。

从几位重要管理人士所持股状况上看，Impath不大令人满意。

- **小结**

我认为Impath的高层和董事会成员素质出色，账目明晰，收益稳定。惟一美中不足的是，除首席执行官外，其他管理人士持股量都不够大。总体来讲，我认为Impath的管理层素质相当不错。

步骤7:财务健康状况

确保你的候选股没有面临破产，是一项至关重要的分析内容。根据公司债务量的高低，要对不同公司采取相应的财务健康状况检验。许多成长型候选公司较为年轻，涉足某一行业时间不长，尚未背负许多债务，因此符合受挫的烧钱公司检验条件。高债务的公司则要进行财务健康状况详细检验。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们用负债总额/所有者权益比率(TL/E)来选择适当的财务检验方法。TL/E 比率是用公司负债总额除以所有者权益得出的。所有财经网站上都没有计算出该比率，但用来计算的两个数字可在 MSN Money 或 Multex Investor 提供的资产负债表上找到。

TL/E	财务健康检验
不足 0.5	受挫的烧钱公司
0.5 或更高	财务健康状况详细检验

Impath 截至 2000 年 3 月的财政季度资产负债表提供了计算 TL/E 比率的数据：

负债总额	3 710 万美元
所有者权益	1.201 亿美元

计算 TL/E：

$$TL/E=37.1/120.1=0.3$$

像大多数成长股一样，该公司 0.3 的 TL/E 比率符合受挫的烧钱公司标准。

受挫的烧钱公司

首先要对 Impath 以往的营运现金流状况进行评估。表 17-10 中显示的，是 Morningstar 中 Financial 报告提供的 Impath 在 2000 年 6 月时的现金流数字。

表 17-10 Impath 的营运现金流历史记录

时期	营运现金流(百万美元)
连续 12 个月	−0.1
截至 1999 年 12 月的财政年度	1.6
截至 1998 年 12 月的财政年度	1.7
截至 1997 年 12 月的财政年度	0.8

Impath 连续 12 个月的营运现金流为负值，因而有必要将烧钱率与营运资本进行比较。公司流动资产共计 7 760 万美元，流动负债共计 2 030 万美元。营运资本为：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营运资本＝流动资产－流动负债＝5 730 万美元

公司营运资本为 5 730 万美元，且考虑到 Impath 并非一贯的烧钱公司，连续 12 个月烧钱 10 万美元是微不足道的。Impath 轻而易举地通过了受挫烧钱公司的财务实力检验。

步骤 8：赢利能力

取得成长型投资成功的关键，是找出那些能够达到、最好能突破市场收益增长预期的候选公司。步骤 7 重点讲述了资产负债表中的一些因素，以确保你的候选公司财务的稳健。在这一步里，你将对有助于评估候选股收益前景的因素展开分析。

当你对一只股票进行研究时，许多因素已经被收益增长预期消化了，这些因素包括：公司以往业绩，销售增长、收益增长、每股收益、利润率、收益高于或低于预期的情况等等。

这些预期可能是错误的！你的任务，就是指出错在哪里。如果预期过低，在市场意识到错误后股价就会上升，反之亦然。

结合趋势进行分析

分析以往某个时间点上的盈利能力对预测公司未来没有多少帮助。你必须洞悉趋势的方方面面。向着某一方向发展的盈利能力因素是否能预告未来业绩的好坏呢？

销售收入增长

由于收益是由销售收入和利润率决定的，而收益又驱动着股价变化，在其他条件相同的情况下，销售收入增长了，股价就该攀升。这层关系的作用是非常清楚的。

从 1993 年 1 月到 2001 年 1 月，戴尔年平均销售收入增长了 41%，股价年平均增幅为 56%。

Bed Bath & Beyond 的年平均销售收入增长 35%，相应的，股价年平均增幅为 38%。

从 1992 年 9 月至 2000 年 9 月，Alberto Culver 的年平均销售收入为 10%，股价年平均增幅相应为 13%。

显然，持有像戴尔和 Bed Bath & Beyond 这样的股票能获得丰厚回报，但要碰到年度增幅能达到这样水平的公司也很不容易。

然而，看来 Impath 前景是光明的，这从表 17-11 就能看出。该表列

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出了 2000 年 6 月时公布的该公司以往财政年度销售收入和销售增幅。

表 17-11 Impath 以往各财政年度销售收入和销售增幅

财政年度末	12/1999	12/1998	12/1997	12/1996	12/1995	12/1994
财年销售收入（百万美元）	85.4	56.3	37.1	22.0	14.7	10.0
年度销售增长百分比	52	52	69	49	47	42

最近几年，Impath 年平均销售增长超过了 50%，这个数字令人瞩目。但我们必须了解下面将要发生什么。Impath 的长期增长趋势是将滑坡，维持，还是加速？要弄清这一点，就要对最近一个季度的销售数据进行检验。表 17-12 中提供了一些数据，来自 2000 年 6 月时 Multex Investor 中的 Hightlights 报告。

当我们把 Impath 的销售数据转化为如表 17-13 中的年销售收入增幅时，就更容易分析 Impath's 的销售增长趋势了。

表 17-12 Impath 的季度销售收入

季度	1997	1998	1999	2000
3 月	7845	11 713	16 970	30 563
6 月	9285	13 435	20 846	
9 月	9328	14 571	21 543	
12 月	10 606	16 540	26 007	

表 17-13 Impath 的年销售收入增幅

季度	1998	1999	2000
3 月	49	45	80
6 月	44	55	
9 月	57	48	
12 月	56	57	

按照 2000 年 6 月时获取的销售增长数据，Impath 强劲的销售增长趋势没有任何改变。

利润率分析

利润率状况的恶化可能导致收益低于预期，即使公司能实现销售收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入目标也无济于事。相反，利润率状况的好转可以让公司收益突破预期。对利润率和管理费用(SG&A)趋势进行分析，有助于你弄清在今后几个季度里公司利润率能否向好的方向发展。表 17-14 中显示的是截至 2000 年 6 月 Impath 的毛利润率、营运利润率和 SG&A 历史记录。

表 17-14 Impath 的利润率和 SG&A 占销售收入的百分比

	截至 2000 年 3 月财政季度	截至 1999 年 3 月财政季度	截至 1999 年 12 月财政年度	截至 1998 年 12 月财政年度	截至 1997 年 12 月财政年度	截至 1996 年 12 月财政年度
毛利润率	60	58	62	62	59	57
营运利润率	15.7	14.9	14.2	15.1	15.6	12.0
SG&A 占销售收入百分比	37	37	40	40	40	41

与 1999 年 3 月相比，Impath 在截至 2000 年 3 月的一个季度营运利润率增长了 5%(15.7 vs. 14.9)。该公司 2000 年 3 月的营运利润率也高于历史同期水平，这大概反映了管理费用的下降，从 SG&A 占销售收入百分比逐渐降低的趋势中也能看出。

营运利润率若呈持平趋势尚可接受，能趋于上升当然更为理想。因此，Impath 轻松通过了营运利润率的检验。要避免买入营运利润率呈下降趋势的公司股票。按照经验法则，在比较年度营运利润率时，5%(比如，从 10.0 下降到 9.5)的降幅就很显著了。如果你比较的是季度数据，降幅达到 10%(如从 10.0 下降到 9.0)，就是大幅下降了。

资产回报率(ROA)

大多数盈利能力分析都会用公司最近业绩与自身的历史业绩进行比较，从而预测出趋势。ROA 是衡量 Impath 盈利能力的绝对指标。

由于季度数据波动太大，计算 ROA 最好使用年度数据。表 17-15 显示的，是 2000 年 6 月时获取的 Impath 以往 ROA 数据。

表 17-15 Impath 的年资产回报(盈利能力)比率

财政年度	12/1999	12/1998	12/1997	12/1996
ROA(%)	5.5	4.6	7.9	5.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1999 年 Impath 的 ROA 较 1998 年有所好转，但仍处于相对较低的水平，因而就盈利能力而言，只能算勉强够格。

现金流

许多分析师将现金流视为衡量收益的惟一真实指标。表 17-16 是 2000 年 6 月时 Impath 的相关情况。

表 17-16 截至 2000 年 3 月的一个季度和以往四个财政年度 Impath 的营运现金流和自由现金流（单位：百万美元）

	2000 年 3 月季度	1999 年 12 月财年	1998 年 12 月财年	1997 年 12 月财年	1996 年 12 月财年
营运现金流	**−2.7**	**1.6**	**1.7**	**0.8**	**−1.2**
收购费用	0	−9.3	−2.8	−6.2	−0.8
资本支出	−0.8	−3.8	−9.5	−4.1	−0.4
自由现金流	**−3.5**	**−11.5**	**−10.6**	**−9.5**	**−2.4**

由于 Impath 部分增长是通过收购实现的，我在计算自由现金流时将收购成本与资本支出从营运现金流中一并扣除。

乍看上去，Impath 的营运现金流和收益并不引人注目。由于销售收入为 8 500 多万美元，公司 1999 年只能在银行存入 160 万美元现金。1999 年，该公司销售收入大幅增长了 50%以上。在这样的增长水平下，要使营运现金流为正就相当困难了，因为在其他条件相当的情况下，公司应收账款和存货也必须增加 50%以上。

从自由现金流上看，Impath 属于烧钱公司，但考虑到该公司增长率，自由现金流为正的确难以实现。

步骤 9：红色信号

现在，该检查一下红色信号了，看一看当前或下一季度是否可能出现收益低于预期；还要查看预示长期隐患的黄色信号。你可以用净利润与营运现金流进行比较，如果你的候选股通过了检验，就不必检验应收账款和存货了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

销售增长

年度销售增长率的滑坡是个红色信号，但如果这个红色信号存在的话，你在步骤 8 里就已经发现了。现在，你要用年销售增长率预期与历史记录进行比较。如果销售增长率预期大大低于历史水平，红色信号就出现了。

表 17-17 是对 Impath 的季度销售收入总结，与步骤 8（表 17-12）中显示的一样，只是我加入了对截至 2000 年 6 月和 9 月季度的销售收入预期。雅虎没有提供那时的预期数据，因此我使用了分析师研究报告中的预期数据。

表 17-17 Impath 的季度销售收入以及截至 2000 年 6 月和 9 月季度的分析师销售收入预期

季度	1997 年	1998 年	1999 年	2000 年
3 月	7 845	11 713	16 970	30 563
6 月	9 285	13 435	20 846	30 200（预期）
9 月	9 328	14 571	21 543	31 200（预期）
12 月	10 606	16 540	26 007	

表 17-18 则显示了 Impath 的年销售增长百分比，其中也加入了 2000 年 6 月和 9 月的季度预期。

表 17-18 Impath 的年销售增长百分比，包括 2000 年 6 月和 9 月的季度预期（%）

季度	1998 年	1999 年	2000 年
3 月	49	45	80
6 月	44	55	45（预期）
9 月	57	48	45（预期）
12 月	56	57	

对 Impath 截至 6 月和 9 月的销售较上年同期增长预期均为 45%，与历史趋势相符。如果预期数据在 25% 左右或更低，就成为红色信号了。

净利润与营运现金流

净利润又称税后利润，在损益表中列于最下方，在现金流量表中列于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最上方。营运现金流数字通常会高于净利润，因为折旧和摊销要从净利润中扣除，但不从营运现金流中扣除。营运现金流是按照净利润的一定比例增加的。

表 17-19 是 2000 年 6 月对 Impath 以往年度净利润和营运现金流的比较。

表 17-19 Impath 的净利润和营运现金流(单位:百万美元)

期间	截至 1999 年 12 月的财政年度	截至 1998 年 12 月的财政年度	截至 1997 年 12 月的财政年度	截至 1996 年 12 月的财政年度
净利润	8.2	7.0	3.7	−2.1
营运现金流	1.6	1.7	0.8	−1.2

Impath 的营运现金流与净利润相距甚远。另外，公司从 1998 年至 1999 年净利润增加了，但营运现金流却下降了。净利润增加和营运现金流下降的同时发生，预示着收益质量可能存在问题。

净利润超过营运现金流和净利润与现金流之间差异巨大本身并不一定是红色信号，但如果出现这些情况，就要对应收账款和存货进行更详细的分析。

如果营运现金流的确超过了净利润，你可以自行决定是否跳过下面一步。

应收账款/存货

这一步的检验中，要用应收账款和存货与销售收入进行比较。如果在过去 12 个月中应收账款或存货的增加显著快于销售收入，就要拉响红色警报了。确认红色信号的最佳方法就是计算应收账款与销售收入和存货与销售收入的比率，以占销售收入的百分比形式表现。比如，如果应收账款为 100 美元，销售收入为 1 000 美元，应收账款就占销售收入的 10%。

用最新比率与往年数字比较，就能得知应收账款和(或)存货的增加速度是否超过了销售收入。

表 17-20 是对 Impath 截至 1999 年 3 月和 2000 年 3 月季度销售收入，应收账款和存货数字的比较。

Impath 没有存货。应收账款和(或)存货增加至少要上升 10%(如从 50 上升到 55)，才值得关注。比如，如果最新比率为 40%，上年同期为 35%(40 除以 35)，则比率上升了 14%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Impath 的应收账款水平与上年相同，没有出现红色信号。

表 17-20 Impath 截至 2000 年 3 月的一个季度应收账款和存货分析
（单位：百万美元）

季度	2000 年 3 月	%	1999 年 3 月	%
销售收入	30.6		17.0	
应收账款	41.9	136.9%	23.2	136.4%
存货	0		0	

养老金计划利润

我在 Free Edgar 上检查 Impath 的年度报告时发现，Impath 像许多新公司一样，向员工提供 401k 计划，因此不存在与养老金计划相关的伪造账目现象。

黄色信号

以下两个是潜在的黄色信号，可能预示着长期问题，但不一定导致在下次公布收益时就低于预期。

- **资本支出与折旧**

公司要想保持活力，必须不断进行投入。资本支出是衡量公司在新工厂和设备方面投入的，折旧则告诉你公司在以多快的速度冲销现有资本支出。如果公司折旧持续超出资本支出，黄色信号就出现了。这两项指标都可在现金流量表中找到。表 17-21 显示了 Impath 以往各年度的折旧和资本支出情况。

表 17-21 Impath 的年度折旧和资本支出（单位：百万美元）

期间	1999 财政年度	1998 财政年度	1997 财政年度	1996 财政年度
折旧	7.0	3.5	1.5	0.8
资本支出	3.8	9.5	4.5	0.7

在比较时要使用年度数据，因为资本支出不是随意增加的，若使用季度数据会出现过大波动。Impath 的资本设备支出速度超过了折旧。

- **所得税税率**

大多数公司支付的所得税占税前利润的 35%至 40%。过低的税率能暂时推高公司公布的利润。如果公司最近一个年度的所得税税率比以往三年的平均税率低 20%（如：最近税率为 30%，而以往三年平均税率为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

40%)，就是一个潜在的黄色信号。表 17-22 显示了 Impath 最近几年的税率情况。

表 17-22 Impath 的年所得税税率

时期	12/1999	12/1998	12/1997	12/1996
所得税税率	40	40	44	44

由于 Impath 税率的下降比率在过去三个财政年度平均值的 10%以内，该公司近期所得税税率没有发出黄色信号。

如果税率超乎寻常地低，就要查看一下年报中的管理层讨论。如果税率能永久保持在低水平，就不存在问题；但若还将恢复高税率，就会对收益产生负面影响了。

步骤 10：机构和内部人士持股状况

机构投资者和内部人士持有的已发行股比率都是成长股投资者要考虑的重要因素。

机构投资者持股状况

机构持股量大表明那些消息灵通的机构投资者已经对你的候选股进行了分析，并对分析结果感到满意。相反，机构持股量低通常表明它们了解某些情况，因而不愿买进该股。

机构持有已发行股超过 40%的股票是你的最佳选择。如果机构持股不足 30%，就不要买入了。2000 年 6 月，Impath 的机构持股比率占公司已发行股的 57%。

内部人士持股状况

内部人士持股情况方面，持股比率过高是最令人担心的。要避免买入那些内部人士持股比率在 55%以上的股票，因为这可能意味着持有大量股份的主要投资者在伺机抛售。

如果近期公司首席执行官或首席财务官出售了手中现有的大量股份(25%)，红色信号可能就出现了。如果出售者拥有在提交 SEC 报告时不必公开的认股权，则并非红色信号，要弄清这一点，你必须给公司负责投资者关系的代表打电话。

2000 年 6 月，内部人士只持有 Impath 已发行股的 6%，我也未发现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有任何迹象表明内部人士将抛售股票。

步骤 11:股价走势图

在你买进之前,一定要查看股价。成长股股价应呈上行趋势,也就是说,股价应同时高于 50 日和 200 日移动平均价格。当 50 日移动均线刚刚超过 200 日移动均线时是最理想的买入时机。如果股价已经攀升了一大步,即比 200 日移动平均价格高出 50%以上,风险就增加了。

2000 年 6 月,Impath 股价为 48 美元,高于 50 日移动平均价格,且比 200 日移动平均价格高出 60%以上。

小结

除赢利能力和现金流之外,Impath 各项得分都很高。2000 年 6 月时我还不知道要用净利润与营运现金流作比较。如果当时我知道的话,大概就不会买入 Impath 的股票了。

何时抛出

成长股股价可能瞬间一落千丈,你最初的损失是最小损失。你要制定一套严格的抛盘参考机制,且在触发抛盘机制时不要迟疑。

超出目标 P/E 或 PEG 限制

在采取行动前,要对自己制定的目标价格作仔细回顾,你最初作出的目标销售收入和利润率目标可能已经过时,有待修改了。

如果股价超出你制定的目标价格,表明该股已进入高风险区,且没有多少后劲了。成长股的强劲动力常常能推动它的股价远远超过基本面应有的水平,这时你应该是能够赢利的。根据你的风险承受力和每日追踪股票的能力出售部分或全部头寸。

出现任何红色信号

任何令人失望的消息都会使快速增长中的成长股遭受沉重打击。当这种情况发生时,你根本没有时间作出反应。请在每个季度公司公布收益后进行分析,只要有红色信号出现,就将股票抛出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

销售收入或收益预期下调

销售收入和收益预期的下调会导致股价下跌，并常常会形成恶性循环。只要出现大幅的预期下调，就要将股票抛出。

竞争对手降低参考预期或未达预期

所有行业互为竞争对手的公司都面临着同样的市场状况。分析师常常告诉你，第一个爆出令人失望消息的公司是个特例，不会影响竞争对手。如果你真的持有竞争公司中的一家，就要为你的股票没有首当其冲遭到打击而庆幸，并立即将其抛出。

低于预期的消息接连不断

如果连续两次公布低于预期的业绩，无论程度如何，都已经构成一种趋势了。要在下一次公布季度业绩前将该股抛出。

收购

如果公司收购的另一家公司（销售收入或市值）占到了公司的25%或更高，就要将股票卖出了。如果公司连续进行了一系列收购，加起来占到原公司的25%，也要抛出。

基本面恶化

如果公司资产回报率(ROA)、营运现金流或营运利润率连续两个季度下降，请将股票抛出。

重新公布业绩

重新公布以前公布过的业绩是个重要的红色信号，是未来高风险问题的预警。如果公司大幅调低了以往公布过的销售收入或收益，就要将其卖出了，因为这说明以往公布的业绩被夸大了，除非有新的管理层接管公司。

同店销售增长率下降

同店销售适用于零售店和餐饮业，指的是营业时间在一年或以上的分店销售收入，是相对于新开设的分店而言的。同店销售下降表明公司出现问题了。如果零售店或餐厅的同店销售收入连续两个季度下降，就要将这些股票卖出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

连续出现大笔的一次性支出

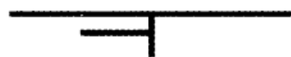
不断出现大笔的非经常性支出，表明管理层在为达到预期而苦苦挣扎，厄运正在逐渐逼近。在公司第二次公布大笔一次性支出（非经常性支出）时，就要抛售了。

小结

当前或预期增长率低于历史水平或低于预期时，成长股常常会遭受巨大损失。成功的成长股投资者必须学会识别危险信号并在不利消息广为人知以前采取行动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四部分



更多分析工具

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十八章 收益报告和电话会议

大多数公司会在上一季度结束后的几周内发出新闻稿，报告上季度收益状况。SEC 在季度结束后给公司 45 天时间，财政年度结束后给公司 90 天时间提交报告，因此在一段时间内，新闻稿是你能获取上季度数据的惟一来源。

公司通常会在收益公布几小时后召开有分析师参加的电话会议，任何人都可以收听实况转播，还可以在会议召开后的至少一个月内（通过浏览器）收听录音，录音可以从公司网站上的投资者专栏中找到。

所有电话会议都遵循着同样的模式。首先是首席执行官和首席财务官宣读收益报告内容，其中有些细节未公布在新闻稿中，之后进入问答阶段。问答通常是电话会议中传达信息最丰富的部分，通常只允许分析师提问，但有些公司的问答向所有人开放。有时候，一个巧妙的提问能让令人吃惊的信息公之于众。比如在一次电话会议上，我得知在某公司担任要职的一名员工多年前曾在一家被指控有医疗保险欺诈行为的公司任首席执行官。这是一条重要信息，因为他现在所在的公司否认了同样的指控。

权威人士称，你可以从关键高层人士处理棘手问题的方式上了解管理层的素质，但这一点对我不起作用。我发现自己经常受到讲话人声音和语气及其诚挚程度影响。几个月以后，我发现自己上了这些圆滑讲话人的当。

我认识到，最好还是把精力放在数字分析上，用分析工具九——红色信号中讲述的策略进行分析，以下便是一些线索。

已公布的收益

许多公司公布两个收益数字：(1)预估、现金、营运或其他含糊不清词汇修饰下的收益；(2)根据公认会计准则(GAAP)计算出的收益。

预估收益

公布的预估或现金收益中一般都扣除了公司视为非经常性的任何项目。2000 年 12 月，当 Waste Management 公司公布 1.81 亿美元收益的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时候，将预估收益的概念发展到了“极致”。最终发现，该公司在计算预估收益时就已决定对 2 400 万美元的营运费用不予计算，这些费用主要是卡车喷印标志的成本和一份建筑合约的损失；还有另外 4 900 万美元的 SG&A 成本。

不幸的是，市场分析师在判断公司是否突破预期时，用公布的预估收益与他们的预期相比，从而成了该公司的同谋。

然而，该公司股价最初对这一可以预见的“惊喜”（分析师一致预期和公司公布收益之差）作出了反应，而没有考虑到预估收益的计算是否合理。

公认会计准则（GAAP）

幸好，公司的季度业绩报告中还包括真实的 GAAP 收益。几乎所有公司在报告时都提供完整的损益表，许多公司还至少提供资产负债表中的一些项目。请忽略预估收益报告，将注意力集中在 GAAP 财务报表上。

若能获取以下数据，还是要查看一下。

- **销售收入**

公布的销售收入能否达到预期？要用刚刚公布的年度销售增长率与上年同期数字比较。销售增长的大幅下降是个红色信号。

- **营运利润率**

请将刚刚公布的季度营运利润率与上年同期数字比较。上年同期损益表总是列在刚刚公布收益季度后面的一栏里。

营运利润率的大幅下降构成了红色信号。请查证管理层用来解释收益下降的借口。比如，波音公司截至 2001 年 12 月的一个季度营运利润率从上年同期的 4.9％下滑至 1.6％。管理层将这一下降归咎于与 9・11 事件相关的成本。该公司的确因此花费了大量成本，并将其作为一个单独项目列入损益表，但该公司的损益表同时显示，公司在截至 2001 年 12 月的一个季度毛利润率为 15.1％，低于上年同期的 16.8％，而这项显著下降与 9・11 事件毫无关系。无论 9・11 恐怖袭击是否发生，毛利润率的下降都会影响公司利润。

- **应收账款和存货**

计算出应收账款和存货占销售收入的百分比，并与上年同期进行比较。无论应收账款还是存货增加速度快于销售收入，都是危险的红色信号。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参考预期

目前，许多公司在公布收益报告时将下一季度的销售收入和收益预期包括在其中，分析师则会相应对自己的预期进行调整。要用公司最新提供的参考预期数据与先前的预期数据进行比较，尤其要关注今后两个季度的销售收入预期，任何显著下调都相当于红色信号。

分析师的研究成果

对某一公司进行追踪的分析师通常会在公司收益公布后一两天内公开发表自己的观点，其中大多数是可以预见的。针对公司的不利消息，他们会下调预期，反之亦然。然而，有些分析师会指出一些你未曾注意到的信息，或以与你想象不到的方式解读收益报告。在对收益报告作出反应前，要尽可能多地阅读收益报告。

小结

收听电话会议，对新闻稿进行详细分析，了解分析师对收益报告的解释，都可以让你在获得 SEC 报告的几周前预知公司业绩的好转或对潜在问题提高警惕。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十九章　察觉欺诈及先炒高再抛售的伎俩

我每天都能收到陌生人发来的电子邮件，建议我买入某些我闻所未闻的股票。这些信件读起来像专业股票市场分析师的研究报告，介绍说某公司刚刚开发出令人兴奋、市场潜力巨大的新产品或服务。

我知道，这些吹嘘股票的邮件能够奏效，因为我会间或查看这些股票的成交量。通常在电子邮件发出后的几天，这些股票的日成交量能增加三倍左右。

2001 年 11 月，我收到了来自一家“新金融服务机构”的极其诱人的报告，称该公司在“为找到新的投资机会而奋斗”。下面我将把这位乐于助人的顾问称为 Ted Touter。Ted 说，他的分析能帮我节省“数小时的研究时间”，且“推荐的每只股票都是经过详尽研究的”。

送上门的机会

Ted 极力推荐一家公司的股票，我们就把它叫做 Miracle Tech 吧。他称该公司正在开发一种适用于电动汽车行业的电池。据 Ted 说，该公司的目标是开发出专利电池技术，制造出“容量更高，重量更轻，酸性和含铅量最低的超能极品电池”。

你大概认为这样的电池项目会消耗大多数年轻公司的资源，但对 Miracle Tech 则不然。

该公司同时还在开发一种用于检查仓库和燃料水槽中水分的设施。等等，还没完呢！显然，谷物必须在烘干后存入仓库，而 Miracle Tech 就在设计烘干谷物用的微波装置。即便是这些开发项目，也不能让 Miracle Tech 的科研人员满足，该公司还在设计一种用磁力技术连接粗导管的设备。

Ted 预计 Miracle Tech 的收益将从 2001 年每股亏损 0.11 美元的状况中好转，到 2005 年实现每股收益 0.89 美元。基于这样的预期，Ted 将该股 2002 年底的目标价格定为 1.80 美元，2005 年的目标价格定为 18 美元，相当于在四年时间里实现 3 000% 的涨幅。该股目前股价为 0.48 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小本经营

显然，Miracle Tech 一定雇用了大量科研人员和技术专家同时进行这些引人注目产品的开发工作。以下情况才是真正的奇迹：Miracle Tech 只雇有 10 名专职员工，两名兼职人员，在该公司以每月 2 000 美元租金租来的 5 000 平方英尺的厂房中辛苦地工作。

即便是这么少的几个员工，我也不知道该公司拿什么来支付工资。2001 年 7 月 31 日时，该公司银行存款只有 8 000 美金，负债数额远远超过了资产。

既然银行账户是空的，该公司一定在全力推进销售吧。但事实并非如此。该公司过去 12 个月的销售收入总额为零，一文不名！

2002 年 3 月时我正在撰写本章，因而再次查看了该公司的情况。当时，该公司截至 2001 年 10 月的季度业绩报告已经提交 SEC。当时公司股价为 30 美分，仍未卖出一分钱的产品，但当季度却消耗了 76.7 万美元，主要用于支付咨询费。

Miracle Tech 未卖出任何产品，但该公司一直在忙于撰写新闻稿。

2001 年 11 月 6 日，该公司宣布与一家位于新加坡的中国公司合作，让合作公司分销 Miracle Tech 的产品。看上去，双方对 Miracle Tech 的磁性管道连接技术最感兴趣。

12 月 18 日，Miracle Tech 宣布北京办事处正式开始办公，并提到了它的中国合伙公司，称此项合作为“意义重大的一步”。

2002 年 1 月 30 日，Miracle Tech 宣布与中国政府一个部门签署协议，将对该公司的磁力管道连接技术进行调研和开发。

2002 年 2 月 11 日，Miracle 称公司在与中东一家主要燃气制造商就其管道连接技术展开讨论。

我认为，从理论上讲，Miracle Tech 及其股东利用一项产品大获成功是可能的，但大多数开发像该公司这样复杂产品的企业都要投入数千万美元，雇用数千名员工。

吹嘘收效良好

Ted Touter 怎么能对我发现的一切视而不见呢？他在电子邮件中承诺的那些仔细研究又是怎么回事呢？读了 Ted 在报告末尾的否认声明才发现，Miracle Tech 支付给 Ted 10 万股公司股票，让他准备并发出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这份报告。只要 Ted 在文件中披露他获得的报酬，且承认自己的研究是在 Miracle Tech 支持下进行的，就是合法行为。

像 Miracle Tech 等公司雇用 Ted 这样的人激起投资者的兴趣，抬高股价，同样重要的是，使成交量增加，让内部人士有了抛售的机会，这个过程就叫先炒高后抛售。

迅速察觉

投资者上 Ted 这样吹嘘者的当是可以理解的，在股市上取得有利地位是每个投资者梦寐以求的事。

但是，对于有些你从别人那里听来的陌生股票并不从事实在的业务，只是为向容易上当的投资者出售股票而组织在一起的空壳。

你可以运用以下方法对 Miracle Tech 之类的股票作简单检查，这样就不必浪费时间研究甚至买入这样的股票了。

你几乎可以在所有主要财经网站上查到一切所需资料。我将用雅虎的简介——"Profile"报告来说明这一过程。输入必要内容，选择简介项，略过上方包含业务简介的部分，滚动到统计数据一瞥——"Statistics at a Glance"部分，就可找到相关数据。

- **股价**

最低股价：1 美元

许多专业投资者对股价低于 5 美元的股票敬而远之。然而在 2002 年初，作为"坠落天使"的科技股股价仍在 2 美元至 5 美元之间。在这样的市场上，最低股价 1 美元应该是可以接受的。但 Miracle Tech 最低股价只有 0.3 美元，根本不符合要求。

- **市值**

最低 5 000 万美元

市值是公司价值总额（已发行股乘以股价）。规模较大的公司被认为是比较小公司更安全的投资工具，许多投资者认为市值低于 1 亿美元左右的公司风险极大。你可以坚持市值要达到 5 000 万美元，从而避免买入那些被先炒高再抛售的股票。Miracle Tech 的市值为 900 万美元，这样就被轻而易举地排除了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

• **股价/账面价值比率**

最低:25

在公司既无销售收入也无收益的情况下,P/B(股价除以所有者权益)是价值衡量的恰当方法。P/B 比率若低于 1,表明是价值型股票,若在 20 左右则是成长股。要避免买入该比率超过 25 的股票。Miracle Tech 账面价值为负,P/B 无法衡量,因而不符合要求。

• **连续 12 个月销售收入**

最低:4 000 万美元

先炒高再抛售的股票的一个特点是销售收入极低或根本没有销售收入。大多数值得考虑的公司年销售收入超过 4 000 万美元,因而要避免买入低于这一水平的公司股票。我们在前面提到过,Miracle Tech 的年销售收入为零。

• **流动比率**

最低:0.6

流动比率是用公司资产与流动负债进行比较,是衡量公司财务状况的好指标。流动比率为 1.0 或更高被视为是安全的,但有些非常可靠的公司流动比率在 0.7 至 1.0 之间。要避免买入流动比率低于 0.6 的股票。在我查看时,Miracle Tech 的流动比率为 0.3。

小结

数千家美国上市公司的上述五项指标全部符合要求。只要要求你的候选股至少符合上述五项要求中的四项,就能避免危险的赌注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录 A 如何解读财务报表

SEC 要求上市公司每年提交四次财务报表(每季度一次)。季度报告(10Q)必须在每个季度结束后的 45 日内提交,年度(10K)报告在公司的财政年度结束后 90 日内提交。

SEC 报告是以电子版提交的,一经提交就立即公布在 SEC 的 EDGAR 数据库(www.sec.gov)中。任何人都可直接进入 SEC 的数据库,但使用第三方的网站如 FreeEdgar 等更为方便。

数据服务公司如 Media General Financial Services(MGFS)和 Multex 将 EDGAR 上的数据以更便于使用的格式编写出来,显示在主要财经网站上。为了便于比较,一个页面上通常显示五个季度或年度的数据。

报告提交 SEC 与重新编写后公布之间往往有几天的时滞。然而,MGFS 和 Multex 用每家公司季度报告新闻稿上的数据更新网上的财务报表,因此初步数据常常在公司向 SEC 提交几周前就能取得了。

SEC 要求每次的季度和年度报告中包括三种财务报表。

- 损益表:显示公司季度或年度的销售收入和费用。
- 资产负债表:是反映公司截至报告期间最后一个工作日的特定期间内财务状况的报表。
- 现金流量表:显示报告期间从始至终公司现金变化的报表。

损益表

损益表有时又称赢利和亏损报表,显示公司财政季度或年度销售收入和费用,同时显示上年同期数据。以下是损益表上常见的一些项目。

- 收入:公布业绩期间公司销售收入总额。有时其他收入数字也包括在内,以反映与主营业务不相关的销售收入。
- 销售成本:制造或获得所出售产品的直接材料和劳动成本。销售收入常常包括折旧和摊销,但不包括营销、研发或其他间接成本。
- 毛利润:收入减去销售成本。
- 研发成本:开发新产品和服务的成本。
- 销售和营销:通常与一般管理费用结合在一起。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 一般管理费用：其他所有未单独列出的费用。
- 折旧和摊销：这是一个非现金会计分录。折旧是指如厂房和机器等固定资产在所报告期间内的价值减损。当公司进行收购时，所支付金额中高于被收购公司账面价值的部分称为商誉。直到前些日子，按照要求，收购方还必须在特定期间内对商誉进行摊销。2002 年，这项要求被修改了，公司不必摊销商誉了。注意：有些公司将折旧和摊销包括在销售成本中。
- 利息支出：为主营业务融资贷款的利息。
- 营运费用总额：收入减去营运支出，也称 EBIT。
- 利息收入/支出：利息收入或支出与公司主营业务无关。
- 税前利润：营运利润减去利息支出。
- 净利润：税前利润减去所得税，即列在收益表格最后一行的净利润。
- 平均股份数量：即在报告期间内已发行股的平均数量。
- 每股收益：净利润除以平均股份数量。

资产负债表

资产负债表是反映公司截至报告期间最后一个工作日的特定期间内财务状况的报表。在传统的资产负债表中，资产列在左栏，负债列在右栏。会计规则要求两侧总额相平衡。由于资产超过负债，因此所有者权益加在负债的一侧，以使两边达到平衡。当负债额高于资产时，所有者权益就会为负值。如今的资产负债表将所有内容列在一个栏里，但仍须遵守上述原则。

资产和负债都分为两类：流动和长期。

流动资产通常包括现金、应收账款、存货和预付费用。长期资产包括建筑物、设备、长期投资和商誉。

流动负债是指短期债务，如应付账款、短期债务、长期债务中的流动部分（今年到期的）等等。长期债务中包括租赁负债和债券负债及其他长期贷款。

流动资产

- 现金及等价物：现金和具有很强流动性的固定收益投资，这些投资在三个月或更短时间内到期。
- 短期投资：股票和其他流动证券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 应收账款：客户收到产品后应支付公司但仍未支付的款项。
- 存货：原材料及加工中的产品和成品。

长期资产

- 房地产、厂房和设备：包括建筑、飞机、机器设备等在内的所有固定资产。
- 商誉：是收购的产物。商誉是收购方支付的收购价格与被收购方账面价值之差。
- 无形资产：专利、商标等。
- 长期投资：在其他公司的投资等。

流动负债

- 应付账款：公司欠供应商、顾问、承包商等的款项。
- 应计费用：类似于应付账款。
- 短期债务：必须在一年内清偿的任何借款。
- 长期债务中的流动部分：长期债务中应在一年内支付的本金和利息。
- 资本租赁：一年内到期的租赁付款。

长期债务

- 长期债务：债券和其他长期贷款。
- 资本租赁负债：如果公司签署了 10 年期租赁合约，10 年内支付的总额视为长期债务，是指期限在 12 个月以上的应付租赁费。
- 延期所得税：已经到期但尚未支付的所得税。
- 任何延期项目：损益表中任何尚未支付的款项都可列入此类。
- 其他负债：其他长期负债。
- 负债总额：所有短期和长期负债的总和。

所有者权益

许多会计分录被归入这一类，以便使负债总额加所有者权益总额等于资产总额。

现金流量表

现金流量表表示的是公司业务运营、投资和融资活动中产生或消耗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的现金，由三部分构成：

- 运营。
- 投资。
- 融资活动。

季度损益表是单独表示每个季度业绩，而季度现金流量表反映的则是从财政年度开始以来每个项目的总和。

营运活动

营运现金流可以两种格式表示出来。直接方法是将收入和支出的现金用同行项列出，更广泛采用的一种间接方法是以净利润开始，后面加入那些导致公布收益下降的非现金项目，并扣除根据会计规则未从收益中扣除的实际现金支出。

- 净利润：公布的税后利润。
- 折旧和摊销：损益表中加入营运成本的非现金折旧和摊销。如果此项支出没有作为一个单独的项目显示在损益表中，就是被列入了销售成本，进而使公司毛利润减少了同样金额。
- 延期税项：尚未支付而已经从利润中扣除的税项。
- 员工股票期权税收优惠：当员工行使期权购买股票时，股票市价和员工行使期权时的差价是要扣税的。但是，员工可以从所得税中扣除同样的部分。由于从利润中扣除了但没有支付，税收账户显示现金流为正值。大多数网站不将股票期权税收优惠作为单独项目列在现金流量表上，但在公司的 SEC 报告中该项目是单独列出的。
- 延期收入：是已经收到但在现金流量表上尚未反映出来的收入，未显示的原因通常是服务尚未提供。
- 应收账款和存货：如果在此期间这些营运资本项目增加，则会以负数形式显示出来（减去的项目），反之亦然。如果公司将应收账款出售给第三方（这个过程叫做代收账款），则从第三方那里收到的金额会致使营运现金增加。
- 应付账款：如果所欠款项增加，就要将其加入营运现金流；如果减少，就从营运现金流中扣减。
- 营运现金：经过营运现金流项目调整后的净利润。

投资活动

投资现金流包括资本支出和其他投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 资本支出：在建筑和设备上的净投资。营运现金流减去资本支出一般称作自由现金流。

在损益表中，软件开发成本常常被列为资本而不是支出。这时，资本化了的软件支出就列入了投资项目。将软件开发列入资本的公司公布的营运现金流会比不列入资本项目时更高。

- 收购：来自收购或出售子公司、合伙等行为的现金流。
- 收购许可：思科和其他公司可能会列出一个收购许可项目。在计算自由现金流时将该会计分录和类似项目都当作资本支出看待。
- 采购和销售投资(purchase and sales of investments)：与公司主营业务不直接相关的投资。
- 长期应收账款变更：营运资本变更(存货、应收账款和应付账款)通常包括在营运现金流总额中。然而，Nortel Networks 和其他一些公司将长期应收款的变更列入投资项目中。

融资活动

公司通过发行股票和新发债券筹集的资金、以及新债务和支付的股息。

现金项目变更

营运、投资和融资活动对公司现金头寸总的影响会列在这个项目中。

找到数据

提交 SEC 报告中包含的财务报表的细节比大多数网站上多，但财经网站上提供的信息格式往往更便于分析。比如说，大多数网站上并排显示几个季度或几年的业绩，更容易看出趋势。

Multex Investor 和 MSN Money 上都提供了便于查看的财务报表。Multex 公布的数字与 SEC 上完全一致，而 MSN Money 在计算毛利润前从销售成本中扣除了折旧和摊销。

MSN Money 将 EBITDA 列为一个单独的项目，这对于分析财务实力(见本书第十章)大有帮助。不幸的是，MSN Money 在财务报表中将研发和销售成本、一般管理费用(SG&A)一并列入了 SG&A，这样就给许多分析造成了不便。另一方面，MSN Money 上的关键比率和财务报表 10 年摘要是计算目标价格(见本书第六章)的基本工具。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Hoover's 为你计算出了毛利润率，营运利润率和利润率，从而简化了利润率分析。该网站在计算毛利润率时扣除了折旧和摊销，使数据能够用于公司间毛利润率的比较。它还将损益表和资产负债表安排在同一页面上，从而便于计算应收账款和存货占销售收入的百分比。像 MSN Money 一样，Hoover's 损益表中未将 SG&A 和研发支出列为单独的项目，甚至在深度分析中也没有。该网的免费服务中不提供现金流量表。

在我所发现的网站中，Morningstar 是惟一显示连续 12 个月营运现金流的，这大大节省了分析受挫的烧钱公司（见本书第十章）的时间。

预估与 GAAP

20 世纪 90 年代，许多公司特别是科技公司，在公布收益时更强调预估业绩而不是按照公认会计准则（GAAP）计算出的收益。起初，预估是好像的意思，预估业绩主要用于刚刚合并的公司，使其看起来好像原本就是一家公司一样。最近，许多公司管理层纷纷利用预估方法夸大收益，将各种各样的损失项目记作非营运或非经常性项目，而在计算收益时不将其包括在内。不幸的是，股票分析界认为预估是表示收益的好方法，并将公布的收益预期建立在预估而不是 GAAP 业绩的基础上。

然而，SEC 要求公司以 GAAP 格式公布业绩，因此在每个季度的新闻稿中至少包含一个详细财务报表，且所有提交 SEC 的和财经网站上编写的财务报告都是遵循 GAAP 标准的。由于分析师的收益预期与 GAAP 不符，你无法将预期 EPS 与在公司财务报表中的历史记录进行比较。

在本书写作时，预估还是个焦点问题，而当你读到这本书时，也许已经不存在这个问题了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录B 记分卡

价值型和成长型投资分析记分卡上的步骤与前面对应章节中的分析完全相同。在你分析候选股时，让记分卡为你的结论提供证明。为了便于复印，我们在本附录后附上了两种投资类型的记分卡。

一项分析步骤中可能包括多项记分卡检验。比如记分卡中的步骤4——行业分析中，包括在相应分析章节中描述的两项检验：行业增长分析和行业集中度分析。在用记分卡检验时，给候选股的有利条件加分，给不利条件减分。每个项目一分，但有些检验可加分也可减分，而还有些只能加分，有些只能减分。有些检验项目可直接将候选股排除。

一般来说，总分为正的是强势候选股。但记分卡只能作为参考，不能提供最终答案。它无法涵盖研究中的所有细节，要优先考虑的往往是一般常识而并非得分数字。

在对一家公司进行分析后，看看你的候选股在什么地方丢了分，并试图找到在这些方面没有缺陷的类似公司。比如，如果你的候选股在账目明晰这一项上丢了分，就要找一家这一项令人满意的候选公司。

无论你是否决定买进该股，都要将记分卡保留起来。几个月后再对照记分卡看看公司股价状况，你会感到受益匪浅。

价值股投资分析记分卡

下面，我将以 ATI Technologies 为例讲解给价值股打分的过程。在讲述价值型投资分析时，我也是以该公司为例的。

步骤1：分析师的评级和预期

最理想的价值型候选股是不大吸引分析师目光的。信心指数反映了分析师的买进/卖出评级，因而要在记分卡上加分。若收益增长预期和(或)收益增长趋势预期为正，则要减分。ATI 在信心指数上得1分，收益增长方面不扣分。

步骤2：估价

价值型候选股的股价应反映出较低的增长预期。对于年平均隐含收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益增长低于 5%的公司，加 1 分，超过 10%者要扣分。

ATI 的隐含增长为 5%，因而得分为 0。

步骤 3：目标价格

在股价适中时买进是价值型投资成功的关键。目标价格公式确定了最高和最低买入价格区间，以区间内或更低的股价买入即可。给股价低于买入目标价格区间者加 1 分，高于区间者减 1 分。

ATI 股价低于最低目标价格，因而加 1 分。

步骤 4：行业分析

价值型候选股不必处于高增长的行业，但如果行业不景气或处于滑坡状态就不妙了。因此，要在记分卡上给行业年增长不足 3%的公司减 1 分。如果所属行业增长迅速，成功几率就会增大。如果行业年增长率超过 15%，就加 1 分。

我预期 ATI 的行业增长率为 21%，因而加 1 分。

对于行业集中度高的候选股，要在记分卡上加 1 分。ATI 只有一个主要竞争对手，因而要加上 1 分。

步骤 5：业务计划

将分析中对商业计划的打分转化为记分卡中的得分。ATI 的业务计划得分共计为－5。该公司得分低的原因包括产品周期短、产品生命周期长、收入流不可预期、市场壁垒薄弱等，这在科技公司中是很典型的。

步骤 6：管理层素质

适当的管理能让优秀的公司走向卓越，因此对于你认为重要高层人士和董事非常出色的公司，要在记分卡上加分。效率低下的管理会通过其他指标表现出来，记分卡中不扣分。我给 ATI 管理层的评价是不错的，因此不加分。

大多数公司账目明晰并显示出稳定的收益增长，因此记分卡上要给那些账目和收益稳定性不尽如人意的公司扣分，而对做得好的公司不加分。我认为 ATI 账目明晰，收益增长稳定性良好，因此它在这一项上没有丢分。

步骤 7：财务健康状况

如果不能通过适当的财务健康状况检验，就不是合格的候选股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ATI 符合受挫的烧钱公司检验，并通过了该检验。

步骤 8：赢利能力

你的最佳候选股，是那些在受挫前赢利能力很强且预计能恢复以往赢利能力的股票。给预期资产回报率(ROA)平均值超过 14%的公司加 1 分，在 6%以下的公司减 1 分。ATI 在 2000 财政年度陷入困境前的 ROA 平均值在 20%左右，而且我认为该公司能恢复到那时的水平，因而加 1 分。

步骤 9：红色信号

由于价值型候选股的财务报表已经一塌糊涂，在分析时就不必寻找红色信号了。然而，对以往资本支出与折旧冲减进行比较是有必要的，这是一项黄色信号检验，要给未通过此项检验的公司减 1 分。ATI 的资本投入一直高于折旧费用，因而不扣分。

步骤 10：持股状况

内部人士持股比率过高预示着风险，因而要给这样的公司扣分。ATI 的内部人士持股比率远远低于 55%的限度，因而没有丢分。

步骤 11：股价走势图

图表显示股价走势强劲，预示着候选股的复苏前景已经广为人知，这时买进可能已经迟了。在这一步里，要对股价较 200 日移动平均价格高出 10%的股票减分。

ATI 的股价低于 200 日移动均线，因此不扣分。

小结

由于业务计划得分为－5，ATI 的总分被拉了下来，总共只有 1 分，略高于正负分界线。科技公司业务计划方面的得分本来就偏低，ATI 收入流的不可预期和客户数量过少更凸显了这方面的问题。

成长股投资分析记分卡

步骤 1：分析师的评级和预期

好的成长型候选股的信心指数得分往往偏低，但不会过低，同时，收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益增长前景也是良好的。

给那些信心指数得分在－2 至 2 之间的公司加分，给在－2 以下（实力过弱）和在 8 以上（过强）的公司减分。对年收益增长预期低于 15％的公司也要减分。收益增长预期呈下降趋势（预计比 90 天前的对应时期有所下降），或以往收益低于预期，就表明存在问题，不符合成长型候选股的条件。

Impath 的信心指数为 0，加 1 分。该公司收益较去年同期的增长预期为 41％，大大高于要求的底线，因此没有减分。该公司收益预期呈上升趋势，且没有出现收益预期持续低于预期的现象，因此在这一步中没有被淘汰。

步骤 2：估价

有希望的成长型候选股价值往往被高估，但不切实际的估价预示着风险。在这项检验中给股票估价低于上年同期收益增长预期者加分，给估值较上年同期收益增长率高出 40％的公司减分，而不考虑分析师的预期。

Impath 的估价反映出的隐含增长略低于 30％的预期收益增长，因此加 1 分。

步骤 3：目标价格

这项检验给股价在或低于计算出的目标价格区间者加分。然而，由于成长股股价往往长时间高于基本面支持的股价，因此除非股价达到卖出目标价格区间，否则对那些高于买入目标价格区间者不减分。

Impath 股价在买入目标价格区间内，因而此项得 1 分。

步骤 4：行业分析

你将发现，最佳成长型候选股处于发展迅速、集中度高的行业中。因此，本项检验中给行业年增长高于 20％的公司加分，给年增长不足 15％的公司扣分。处于集中度高的行业中的公司另加 1 分，但由于大多数行业不满足条件，因此对行业分散者不予扣分。

步骤 5：业务计划

将你在业务计划分析中计算出的得分转化成记分卡中的分数。Impath 的业务计划得 2 分，因市场和产品多样化程度不足和主要依赖收购实现增长而减 1 分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

步骤 6：管理层素质

无论成长型还是价值型投资者，选择管理层素质高的公司都能从中受益。在记分时，给你认为主要高层人士和董事素质良好或优秀的公司加分。对于管理层较弱的公司不扣分。我认为 Impath 的管理层很优秀，因此加 1 分。

步骤 7：财务健康状况

未能通过相应财务健康状况检验的公司不能入选。Impath 符合受挫的烧钱公司的检验标准，并通过了检验。

步骤 8：赢利能力

强劲的销售增长和利润率是前景光明的成长型候选股的标志。在检验中，给销售收入增长超过 25％的公司加分，给增幅低于 15％的公司扣分。同样，给资产回报率高于 14％的公司加分，给该比率低于 6％的公司减分。

营运利润率状况的日益恶化是对未来问题的预警。利润率若大幅下降，则不符合候选股的条件。同样，不断烧钱的公司比能产生现金的公司风险更大，也不符合条件。

Impath 的销售增长较上年同期增长了 50％，得 1 分，但又因 ROA 为 5％而减去了 1 分。

Impath 的营运利润率在上升，且它不属于持续烧钱的公司，因此在这几项检验中没有被淘汰。

步骤 9：红色信号

红色信号意味着增长放缓，而增长放缓对成长型公司的投资者来说不啻为灾难。如果发现任何红色信号，都表明不符合成长型候选股的条件。若出现预示较长时期内问题的黄色信号，表明风险增加，但不一定将股票剔除。每发现两个黄色信号，要扣去 1 分。

在对 Impath 的分析中没有发现红色或黄色信号。

步骤 10：持股状况

共同基金和其他机构投资者常常大量买进成长股。机构持股量不足，表明这些消息灵通的机构并不看好你的候选股。在机构持股状况检验中，要将机构持股比率不足 30％的成长型公司剔除。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内部人士持股比率过高可能是大型投资者伺机抛盘的警报，表明他们可能至少出售一部分股份，这很可能对股价造成压力。在检验时，给内部持股比率在 55%以上的公司减 1 分。

步骤 11：股价走势图

成长股股价应呈涨势而不是跌势。然而，涨势强劲的股票比刚刚开始上行的公司风险更大。给股价低于 200 日移动平均价格(呈跌势)或比 200 日移动平均价格高出 50%以上的公司减 1 分。

Impath 的股价比 200 日移动平均价格高出 60%，因而减 1 分。

小结

Impath 总共得到了 5 分，已经很不错了。行业增长速度的相对缓慢和分散性拖了它的后腿。而且，行业增长的缓慢迫使该公司通过收购策略实现增长，进一步削弱了它的得分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值股投资分析记分卡

公司____________ 日期：____________

步骤 1：分析师的评级和预期

信心指数

信心指数得分在－4 或更低，加 1 分。

若信心指数大于 2，减 1 分。

收益增长

若收益预期较上年同期增长超过 4%，减 1 分。

收益预期趋势

若在过去 90 日内 EPS 预期上调了 2 个百分点或更多，减 1 分。

步骤 2：估价

隐含增长

若隐含增长不足 5%，加 1 分。

若隐含增长超过 10%，减 1 分。

步骤 3：目标价格

当前股价与买进目标价格

如果当前股价低于最低买进目标价格，加 1 分。

若当前股价高于最高买进目标价格，减 1 分。

步骤 4：行业分析

行业增长

若行业销售增长率高于 15%，加 1 分。

若行业销售增长率不足 3%，减 1 分。

行业集中度

若行业中主要竞争参与者低于四家，加 1 分。

步骤 5：业务计划

业务计划得分

记下业务计划的分数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

步骤 6：管理层素质

主要高层人士和董事会成员素质

如果你认为管理层素质良好或优秀，加 1 分。

账目明晰/收益增长稳定

如果在过去五年内非经常性支出占销售收入的平均百分比为 3%或更高，或者你认为该公司收益增长稳定性非常差，减 1 分。

持股状况（不计算得分）

步骤 7：财务健康状况

财务健康状况只以通过与否来衡量。若未能通过对应检验的公司，则不符合作为候选股的条件。

步骤 8：赢利能力

预期资产回报率（ROA）

预期资产回报率是你希望公司在恢复年里达到的资产回报率。

若预期 ROA 超过 14%，加 1 分。若不足 6%，减 1 分。

步骤 9：红色信号

历史资本投入与折旧

若近期总体年折旧支出超过资本投入，减 1 分。

步骤 10：持股状况

内部人士持股状况

如果内部人士持股超过已发行数的 55%，减 1 分。

步骤 11：股价走势图

股价与移动平均价格

如果股价比 200 日移动平均价格高出 10%以上，减 1 分。

总分：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成长股投资分析记分卡

公司＿＿＿＿＿＿ 日期：＿＿＿＿＿＿

步骤 1：分析师的评级和预期

信心指数

如果信心指数得分在－2 至＋2 之间，加 1 分。

如果指数在－2 以下或 8 以上，减 1 分。

收益增长

如果预期年收益增长不足 15％，减 1 分。

收益预期趋势

如果在过去 90 日内，当前或下一次财政年度每股收益预期下调 3％或更多，将该股淘汰。

收益与预期不同的情况记录

如果候选股在过去四次与预期不同的情况中两次是低于预期，则将该股淘汰。

步骤 2：估价

隐含增长

如果隐含增长比率低于下一财政年度的预期增长，加 1 分。如果隐含增长超过 40％，减 1 分。

步骤 3：目标价格

当前股价与买进目标价格

如果当前股价低于最高买进目标价格，加 1 分。

如果当前股价高于最低目标卖出价格，减 1 分。

步骤 4：行业分析

行业增长

如果行业销售增长率超过 20％，加 1 分。

如果行业增长率不足 15％，减 1 分。

行业集中度

如果行业中主要竞争参与者低于四家，加 1 分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

步骤 5：业务计划

业务计划得分

记下业务计划的分数

步骤 6：管理层素质

主要高层人士和董事会成员素质

如果你认为管理层素质良好或优秀，加 1 分。

账目明晰/收益增长稳定

如果在过去五年内非经常性支出占销售收入的平均百分比为 3%或更高，或者你认为该公司收益增长稳定性非常差，减 1 分。

持股状况（不计算得分）

步骤 7：财务健康状况

财务健康状况只以通过与否来衡量。若未能通过适当检验的公司，则不符合作为候选股的条件。

步骤 8：赢利能力

销售收入增长

如果近期的历史销售年度增长超过 25%，加 1 分。

如果近期历史销售年度增长低于 15%，减 1 分。

营运利润率

如果营运利润率下降（本书第十七章中所述），请将候选股剔除。

资产回报率

如果最近几个年度 ROA 平均值高于 14%，加 1 分。

如果最近几个年度 ROA 平均值不足 6%，减 1 分。

营运现金流

如果在过去三个财政年度里有两个财政年度营运现金流为负，将候选股剔除。

步骤 9：警报信号

红色信号

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只要察觉到任何红色信号，都要将候选股淘汰。

黄色信号

每发现一个黄色信号，扣1分。

步骤10：持股状况

机构持股状况

如果机构持股不足30%，将其剔除。

内部人士持股状况

如果内部人士持股超过已发行数的55%，减1分。

步骤11：股价走势图

股价与移动平均价格

如果股价比200日移动平均价格低，或者高出50%以上，减1分。

总分：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录C 术语解释

应收账款(Accounts Receivable)：应收账款是指企业因销售商品或提供服务而形成的债权。

分析师(Analyst)：为股票作出买进/持有/卖出评级和收益预期的人。买方分析师为机构提供服务，卖方分析师为经纪公司或投资银行提供服务。

资产负债表(Balance Sheet)：列有公司截至某个特定日期资产和负债的财务报表，这个日期通常是公司财政季度的最后一日。

债券(Bond)：公司发行的具有约束力的长期债务契约。

债券评级(Bond Rating)：评估债券等级的分数。一般来说，AAA级是最高级，或者说是可信度最高的评级。

账面价值(Book Value)：所有者权益总额除以股票数量。

市值权重(Capitalization—Weighted)：市值最大的公司对指数或其他计算影响最大。

资本化(Capitalize)：建筑、设备和其他使用寿命在一年以上的项目列为可以在多年内折旧的资产，而不是记入当年费用。

烧钱公司(Cash Burner)：现金流持续为负的公司。

现金流(Cash Flow)：税后利润减去优先股息和分配给一般合伙人的部分，加上折旧，损耗和摊销(Multex Investor 的 Snapshot Report 上的定义)。参看营运现金流和自由现金流。

电话会议(Conference Call)：公司在公布收益后召集的多方电话交流，主要是为分析师而召集的。

一致预期或评级(Consensus Estimate or Rating)：多名分析师作出的收益预期或买进/卖出评级的平均结果。

流动比率(Current Ratio)：流动资产除以流动负债。

债务与所有者权益之比(长期)(Debt to Equity(Long Term))：长期债务除以所有者权益。

债务与所有者权益之比(Debt to Equity(Total))：债务总额(短期和长期)除以所有者权益。

股息(Dividends)：支付给股东的现金或股票，一般每季度安排一次。

每股收益(Earnings per Share，EPS)：税后年收益除以已发行股数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

EBITDA(Earnings before interest，taxes，depreciation，and amortization)：利息、税项、折旧和摊销前收益。

财政年度(Fiscal Year)：公司指定的12个月期间的会计年度。

流通量(Float)：已发行股减去内部人士持股量。内部人士不能随时进行公司股票的买卖，因此流通量被视为能够进行交易的已发行股量。

自由现金流(Free Cash Flow)：营运现金流减去厂房和设备支出，再减去股息。

GARP(growth at a reasonable price)：即以合理的价格增长。通过比较股票本益比和公司预期年收益增长率来衡量股票价值的方法。

公认会计准则(Genral Accepted Accounting Principles，GAAP)：由独立的自我监管组织——美国财务会计准则委员会(Financial Accounting Standards Board)建立的会计规则和程序。

毛利润率(Gross Margin)：公司因提供商品和服务而赚取的利润，在计算时只考虑提供商品或服务的直接成本。

成长型投资者(Growth Investor)：这类投资者买进的股票预计销售收入和收益增长高于通货膨胀速度。

隐含增长(Implied Growth)：股票本益比中隐含的收益增长率。

损益表(Income Statement)：公司某个特定年度或季度的销售收入和费用记录。

首次公开募股(Initial Public Offering，IPO)：公司首次向公众发行新股。

内部人士(Insiders)：公司管理人士、董事和任何其他内部持有10%以上公司已发行股者。

内部人士持股量(Insider Ownership)：内部人士持有或控制的股票数量。

内部交易(Insider Trading)：公司内部人士买卖公司股票。

机构持股(Institutional Ownership)：由养老基金、共同基金、银行等机构持有的股份。

存货(Inventory)：尚未发送给客户的原材料、半成品和成品。

投资银行(Investment Bank)：一种致力于新公司公开上市(IPO)、并购咨询、处理公司借款等业务的组织，通常是股票经纪公司。

垃圾债券(Junk Bonds)：评级在投资级以下的公司债券。

大型股(Large-Cap)：市值超过80亿美元的公司。

杠杆收购(Leveraged Buy Out)：用融资方式收购一家上市公司。

流动性(Liquidity)：衡量每日成交股票成交量或成交额的指标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市值(Market Capitalization)：最新股价乘以已发行股数量。

留言板(Message Board)：网站上讨论某一话题的区域，通常是针对某只股票或某个行业。讨论不是实时进行的。有人发出一条信息，其他人可在几小时或几天的时间里回复。

中型股(Mid-Cap)：市值在20亿美元至70亿美元的股票。

动力型股票(Momentum Stocks)：估值很高的股票。

最近一个季度(Most Recent Quarter, MRQ)：最新一次公布业绩的财政季度，日期截至该财政季度最后一天。

净利润(Net Income)：在考虑了所有成本因素后的利润。每股收益就是用净利润除以已发行股数得到的。

营运现金流(Operating Cash Flow)：公司基本运营中产生的现金盈余。

营运利润率(Operating Income)：营运利润除以销售收入。

PEG：本益比除以预期年收益增长率。有些成长型投资者认为，当本益比与预期收益增长率相等时，股价最为合理。

股价与账面价值之比(Price to Book Ratio, P/B)：最新股价除以最新一次收益报告中的账面价值。

股价与现金流之比(Price to Cash Flow, P/CF)：最新股价除以12个月的营运现金流。

本益比(Price to Earnings Ratio, P/E)：最新股价除以12个月的每股收益。

股价与销售收入之比(Price to Sales Ratio, P/S)：最新股价除以12个月的每股销售收入。

利润率(Profit Margin)：(税后)净利润除以销售收入。

预估收益(Pro Forma Earnings)：在计算收益时不考虑非经常性或特殊项目费用。

资产回报率(Return on Assets, ROA)：年度税后利润除以资产总额。

股权回报率(Return on Equity, ROE)：年度税后利润除以所有者权益。

资本回报率(Return on Capital, ROC)：年度税后利润除以所有者权益和长期债务的总和。

收入(Revenues)：公司的销售收入。

风险(Risk)：损失的可能。

标准普尔500指数(S&P 500)：以美国最大的500家公司为成分股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的市值加权平均指数。

销售收入(Sales)：公司出售的产品和服务。销售收入和收入含义相同。

同店销售收入(Same Store Sales)：开业至少一年的零售店或餐厅的收入。连锁店的同店销售增长中不包括最近新开设商店的所得。

筛选(Screening)：利用电脑程序或网站，从海量的股票中选出符合特定要求的股票。

SEC(the Securities and Exchange Commission)：美国证券交易委员会，美国政府的证券市场监管机构。

所有者权益(Shareholder Equity)：公司资产负债表上的资产总额和负债总额之差。账面价值是所有者权益除以已发行股数。

已发行股(Shares Outstanding)：公司发行的股票总数。

小型股(Small Cap)：市值不足 20 亿美元的公司股票。

出乎意料(Surprise)：所公布收益与分析师一致预期之差。如果所公布收益高于预期，这种出乎意料就是有利的；若收益低于预期，就是不利的。

连续 12 个月(Trailing Twelve Months, TTM)：最近四个公布了业绩的季度。

估值比率(Valuation Ratio)：市场对股票估价状况的一种表达方式，用最新股价与每股收益、销售收入、账面价值或现金流进行比较。

价值型投资者(Value Investor)：寻找失宠(价值被低估)股票的投资者。

成交量(Volume)：在特定时间、通常是 1 天内交易的股票数量。

营运资本(Working Capital)：流动资产减去流动负债。